

PROJET DE NOTE

ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

**À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES BSAAR DE LA SOCIÉTÉ
ALBIOMA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**

KYOTO BIDCO SAS



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 30 mai 2022, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Albioma (www.albioma.com) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Albioma (Tour Opus 12, 77 esplanade du Général de Gaulle, 92081 Paris La Défense).

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

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

Table des matières

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	4
2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....	5
2.1 Contexte et motifs de l'Offre	5
2.2 Rappel des termes de l'Offre	7
2.2.1 Principaux termes de l'Offre	7
2.2.2 Modalités de l'Offre	8
2.2.3 Situation des bénéficiaires d'Actions de Performance	8
2.3 Restrictions de l'Offre à l'étranger.....	10
3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	12
3.1 Composition du Conseil d'Administration.....	12
3.2 Avis motivé du Conseil d'Administration	12
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	20
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	21
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	21
6.1 Le <i>Tender Offer Agreement</i> conclu avec la Société	21
6.2 Accord d'Investissement avec Bpifrance.....	22
6.3 Investissement des dirigeants dans la Holding.....	24
6.4 Contrat de liquidité	25
6.5 Engagements d'apport	27
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE ..	27
7.1 Structure et répartition du capital.....	27
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	28
7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	28
7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	28
7.2.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	28
7.3 Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	30
7.4 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	30
7.5 Accords entre actionnaires dont la société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	31
7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	31

7.7	Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	31
7.8	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	34
7.9	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	34
8.	RÉUNION DU COMITÉ DE GROUPE D'ALBIOMA.....	35
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF.....	37
10.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	37
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	37

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application de Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Règlement général de l'AMF** »), Kyoto BidCo, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27 avenue de l'Opéra, 75001 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 911 295 533 (ci-après, « **Kyoto BidCo** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires et aux porteurs de bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les « **BSAAR** ») d'Albioma, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 77 Esplanade du Général de Gaulle - Tour Opus 12 - 92081 Paris la Défense, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 775 667 538 (la « **Société** » ou « **Albioma** » et avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), et dont les actions sont cotées sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060402, mnémonique « **ABIO** » (les « **Actions** », avec les BSAAR, les « **Titres** ») et dont les BSAAR sont cotés sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0013368438, mnémonique « **ABIBS** », d'acquérir, en numéraire (i) la totalité de leurs Actions (sous réserve des exceptions ci-dessous) au prix de 50 € par Action (dividende détaché¹) (le « **Prix d'Offre des Actions** »), et (ii) la totalité de leurs BSAAR au prix de €29,10 par BSAAR (le « **Prix d'Offre des BSAAR** » conjointement avec le Prix d'Offre des Actions, le « **Prix de l'Offre** ») par le biais d'une offre publique d'achat (l'« **Offre** ») dont les termes sont décrits dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 13 mai 2022 (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'à la date du Projet de Note d'Information, il ne détient aucune Action ni aucun BSAAR.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions, qui sont :
 - i. déjà émises, autres que les Actions Exclues (telles que définies ci-dessous), c'est-à-dire, au 30 avril 2022, un nombre de 30.770.868 Actions² ;
 - ii. susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte du fait de l'exercice des BSAAR, soit, au 30 avril mai 2022, un maximum de 686.483, nouvelles Actions ;
- l'ensemble des BSAAR émis par la Société, c'est-à-dire, au 30 avril 2022, un nombre total maximum de 686.483 BSAAR.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les Actions que Bpifrance s'est engagée à apporter à l'Initiateur dans le cadre de l'Accord d'Investissement et faisant l'objet de l'Engagement de Blocage BPI, tel que décrit à la section 6.2 ci-dessous et à la section 1.3.2 du Projet de Note d'Information, soit 1.164.791 Actions,
- les Actions auto-détenues par la Société, soit, au 30 avril 2022, 144.853 Actions,
- les Actions de Performance Indisponibles (telles que définies ci-dessous), soit, à la date des présentes, un maximum de 948.145 Actions de Performance (dont 204.709 sont déjà émises, à savoir 204.473 Actions de Performance en Période de Conservation et 236 Actions de Performance soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle, ces Actions sont juridiquement et techniquement

¹ Dividende proposé par Albioma pour l'année 2021 : 0,84€ par Action, payé intégralement en numéraire.

² Sur la base d'un capital composé de 32.285.221 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 30 avril 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

indisponibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre). La situation des bénéficiaires d'Actions de Performance dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 2.2.3 ci-dessous et à la section 2.3.1 du Projet de Note d'Information,

(ensemble les « **Actions Exclues** »).

La Société précise que, comme indiqué à la section 7.1 ci-après et à la suite de l'exercice de BSAAR intervenu depuis le 30 avril 2022, le capital de la Société s'élevait, au 23 mai 2022, à 1.246.040,68 €, divisé en 32.364.693 Actions ordinaires, et le nombre de BSAAR exerçables s'élevait à cette date à 607.011.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres Titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits accordés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation.

L'Offre est soumise au seuil de caducité décrit à la section 2.5.1 du Projet de Note d'Information et au seuil de renonciation décrit à la section 2.5.2 du Projet de Note d'Information ainsi que, conformément à l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF, à l'obtention de l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par la Commission Européenne, telle que définie et décrite en section 2.5.3 du Projet de Note d'Information. L'ouverture de l'Offre est également conditionnée à l'obtention des autorisations réglementaires décrites en section 2.5.3 du Projet de Note d'Information.

L'Initiateur a l'intention, si les conditions requises sont réunies, de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Offre est présentée par Société Générale (la « **Banque Présentatrice** » ou « **Société Générale** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Albioma est un producteur indépendant d'énergie renouvelable et un acteur clé de la transition énergétique sur ses principaux marchés, grâce notamment à ses investissements dans la biomasse, le photovoltaïque et la géothermie. Avec 14 centrales électriques dans les départements français d'outre-mer, à l'île Maurice et au Brésil, le Groupe a développé un partenariat unique avec l'industrie sucrière pour produire de l'énergie renouvelable à partir de la bagasse, un résidu fibreux de la canne à sucre. Conformément à sa stratégie de diversification géographique et technologique, le Groupe s'est récemment lancé dans la géothermie avec l'acquisition de deux centrales en Turquie, augmentant encore la part des énergies renouvelables dans sa production.

L'Initiateur, qui est indirectement contrôlé par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. et ses affiliées (ensembles « **KKR** ») a approché la Société à la fin du mois de décembre 2021 et, après une période de discussion, de diligences et de négociations, a fait une offre à la Société aux termes de laquelle l'Initiateur s'est engagé à déposer une offre publique d'achat sur les Actions et les BSAAR au Prix de l'Offre.

KKR a déclaré soutenir pleinement l'ambition du Groupe d'investir massivement dans la transition énergétique des départements d'outre-mer français d'ici 2025 avec un programme qui vise à maximiser les retombées locales.

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

En outre, KKR mettra à disposition d'Albioma son expertise opérationnelle et ses ressources financières pour accélérer l'expansion du Groupe à l'international. L'Initiateur travaillera en étroite collaboration avec les équipes en place pour accompagner Albioma dans la réalisation et l'accélération de sa stratégie, tout en préservant l'intégrité du Groupe et en assurant le même niveau de service et de performance.

Le Conseil d'Administration de la Société, réuni le 27 avril 2022, a accueilli favorablement et à l'unanimité la transaction proposée et a autorisé la conclusion d'un accord de soutien à l'Offre en langue anglaise (*tender offer agreement*) entre la Société et l'Initiateur (le « **TOA** »).

Le Conseil d'Administration de la Société a mis en place un comité *ad hoc*, composé majoritairement d'administrateurs indépendants, chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'Administration de la Société concernant l'Offre. Par ailleurs, le Conseil d'Administration sur recommandation du comité *ad hoc*, a nommé le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF.

Bpifrance, actionnaire de la Société depuis 2016, qui détient 5,02% du capital de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse³, entend continuer à soutenir la Société en investissant aux côtés de Kyoto LuxCo 1, société indirectement contrôlée par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. et ses affiliées (« **Kyoto LuxCo 1** »), qui détient indirectement la totalité du capital social de l'Initiateur selon le Projet de Note d'Information, sous réserve de la réalisation de l'Offre. L'investissement de Bpifrance sera réalisé par l'apport d'une partie de ses Actions à l'Initiateur (ou à toute entité française, contrôlant indirectement l'Initiateur) au Prix de l'Offre. Les principaux termes de l'accord d'investissement conclu avec Bpifrance sont décrits à la section 6.2 et à la section 1.3.2 du Projet de Note d'Information.

Le président directeur-général et le directeur général adjoint de la Société se sont également engagés à apporter en nature au Prix de l'Offre un nombre de Titres, correspondant à un montant d'investissement de 2,5 millions d'euros, à la Holding (tel que défini ci-dessous), détenant indirectement la totalité du capital de l'Initiateur, en échange de titres de la Holding, dans le cadre du plan d'investissement des Managers (tel que défini ci-dessous) décrit en section 6.3 ci-après et en section 1.3.3 du Projet de Note d'Information.

Le 27 avril 2022, la Société et l'Initiateur ont conclu le TOA aux termes duquel l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre soumise à la Société, et la Société s'est engagée à coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Les principaux termes du TOA sont décrits en section 6.1 ci-après et en section 1.3.1 du Projet de Note d'Information.

³ Sur la base d'un capital composé de 32.364.693 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 23 mai 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Le tableau ci-dessous résume le nombre d'Actions apportées à l'Offre ou à l'Initiateur ou toute entité contrôlant l'Initiateur par Bpifrance :

Actionnaires	Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques apportés à l'Offre	Pourcentage du capital social et des droits de vote théoriques apportés à l'Offre	Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques apportés à l'Initiateur	Pourcentage du capital social et des droits de vote théoriques apportés à l'Initiateur	Total	Total en %
Bpifrance	460.000	1,42%	1.164.791	3,61%	1.624.791	5,03%

En cas de succès de l'Offre, l'Initiateur prendra le contrôle de la Société. En outre, aux termes du Projet de Note d'Information, en cas de succès de l'Offre, à l'issue de la réalisation des apports et des transactions connexes décrites en section 6 ci-après et en section 1.3 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur restera indirectement contrôlé par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par KKR. Bpifrance et les Managers (tel que défini ci-dessous) deviendront des actionnaires minoritaires indirects de l'Initiateur.

2.2 Rappel des termes de l'Offre

2.2.1 Principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé, le 13 mai 2022, le projet d'Offre auprès de l'AMF. Le même jour, un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet⁴.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, (i) au prix de 50 € par Action (dividende détaché⁵) et (ii) au prix de 29,10 € par BSAAR, sous réserve des ajustements décrits en section 2.2 du Projet de Note d'Information, la totalité des Actions et des BSAAR qui seront apportés à l'Offre pendant la période d'Offre.

Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

⁴ Avis n°222C1123.

⁵ L'assemblée générale qui s'est tenue le 25 mai 2022 a approuvé la mise en distribution au titre de l'exercice 2021 d'un dividende de 0,84 euro par action (0,924 euro pour les actions éligibles au dividende majoré). Le dividende sera détaché de l'action le 9 juin 2022 et mis en paiement le 13 juin 2022.

2.2.2 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2022. Le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur contient des précisions sur les modalités de l'Offre, les conditions auxquelles elle est subordonnée et le calendrier prévisionnel.

La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 30 mai 2022. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le présent Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, est mis gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, ainsi qu'en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.albioma.com).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.albioma.com).

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

Avant l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis annonçant l'ouverture de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant le contenu de l'Offre et précisant les modalités de sa réalisation. La date de clôture et le calendrier de l'Offre seront publiés par l'AMF dès que les autorisations des autorités de concurrence mentionnées en section 2.5.3 du Projet de Note d'Information auront été obtenues.

2.2.3 Situation des bénéficiaires d'Actions de Performance

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions de Performance au bénéfice de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son groupe (les « **Actions de Performance** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution des Actions de Performance au 30 mai 2022.

Plans	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021	Plan 2022
Date de l'assemblée générale	30 mai 2018	30 mai 2018	30 mai 2018	29 mai 2020	29 mai 2020

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

Date du Conseil d'Administration / Date d'attribution	30 mai 2018	7 mars 2019	2 mars 2020	3 mars 2021	1er mars 2022
Nombre total d'Actions de Performance attribuées gratuitement	309.600	305.420	303.971	224.977	254.265
Y compris les actions attribuées aux mandataires sociaux	30.620	30.620	29.076	22.500	24.320
Date de l'acquisition définitive	30 mai 2021	7 mars 2022	2 mars 2023	3 mars 2024	1er mars 2025
Conditions de performance	✓				
Conditions de présence	✓				
Nombre d'actions acquises au 30 mai 2022	216.102	211.973 ⁶	2.581 ⁷	0	0
Nombre de droits caducs en date du 30 mai 2022	93.498	66.027	21.636	14.780	780
Fin de la période de conservation	30 mai 2022	7 mars 2023	2 mars 2024	3 mars 2025	1er mars 2026
Nombre d'actions en période de conservation au 30 mai 2022	0	204 473	0	N/A	N/A
Engagement de conservation des actions par les mandataires sociaux⁸	1% des Actions de Performance acquises par Frédéric Moyne, soit 236 Actions	1% des Actions de Performance acquises par Frédéric Moyne, soit 232 Actions	1% des Actions de Performance acquises par Frédéric	1% des Actions de Performance acquises par Frédéric Moyne	1% des Actions de Performance acquises par Frédéric

⁶ Dont 7.500 Actions de Performance acquises le 15 septembre 2021 suite au décès d'un bénéficiaire et 204.473 Actions de Performance acquises le 7 mars 2022 suite à l'acquisition définitive des actions de performance.

⁷ Acquises le 15 septembre 2021 en raison du décès d'un bénéficiaire.

⁸ Tel que modifié par le conseil d'administration de la société le 27 avril 2022.

			Moyne		Moyne
Nombre d'actions pouvant être acquises restantes au 30 mai 2022	0	0	279.754	210.197	253.485

Parmi ces Actions de Performance, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 948.145 Actions acquises ou susceptibles d'être acquises au titre des Plans d'Actions de Performance qui n'ont pas encore été émises ou sont indisponibles et le demeureront jusqu'à la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas) (les « **Actions de Performance Indisponibles** »), lesquelles seront, sous réserve des cas de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) :

- i. pour un nombre maximum de 743.436 d'entre elles, des Actions de Performance issues des plans 2020, 2021 et 2022, dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas) et qui ne sont donc pas visées par l'Offre (les « **Actions de Performance en Période d'Acquisition** ») ;
- ii. pour un nombre maximum de 204.473 d'entre elles, des Actions de Performance issues du plan 2019 dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas) et qui ne sont donc pas visées par l'Offre (les « **Actions de Performance en Période de Conservation** ») ces Actions sont juridiquement et techniquement indisponibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre ; et
- iii. pour un nombre maximum de 236 d'entre elles, des Actions de Performance issues du plan 2018 (dont la période de conservation se terminera le 30 mai 2022), qui sont indisponibles en raison des dispositions de l'article L. 225-197-1, II du Code de commerce, aux termes desquelles le Conseil d'Administration de la Société a imposé aux mandataires sociaux de la Société une obligation de conservation de leurs Actions jusqu'à la cessation de leurs fonctions (les « **Obligations de Conservation Additionnelle** »), ces Actions sont juridiquement et techniquement indisponibles et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Ainsi, à la date du Projet de Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions de Performance en Période d'Acquisition ou de Conservation et celles soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle ne pourront pas être apportées à l'Offre. Il est précisé que les Actions de Performance du plan 2018 sont disponibles depuis le 30 mai 2022 et peuvent donc être librement apportées à l'Offre, à l'exception des 236 Actions de Performance soumises aux Obligations de Conservation Additionnelle.

Les Actions de Performance Indisponibles seront couvertes par le mécanisme de liquidité proposé par l'Initiateur et décrit en section 6.4 ci-après et en section 1.3.4 du Projet de Note d'Information, sous réserve de la signature d'un Contrat de Liquidité par les détenteurs des Actions de Performance Indisponibles.

2.3 Restrictions de l'Offre à l'étranger

Le Projet de Note d'Information indique que :

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

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

- En conséquence, l'Offre est faite aux porteurs de Titres de la Société situés en France et hors de France, sous réserve que les lois locales auxquelles ils sont soumis leur permettent de participer à l'Offre sans que l'Initiateur n'ait à accomplir de formalités supplémentaires.
- La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Titres peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.
- Ni le Projet de Note d'Information ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constitue une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers ou une sollicitation d'offre dans un pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale, ne pourrait être légalement effectuée ou nécessiterait la publication d'un prospectus ou toute autre formalité conformément aux lois financières locales. Les détenteurs de Titres situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où cette participation est autorisée par les lois locales auxquelles ils sont soumis.

En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. *Securities Exchange Act* de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E après application des exemptions prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 (exemption dite « Tier II ») et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles procédurales, notamment relatives à la notification de la réouverture de l'Offre, au règlement-livraison, à l'achat de Titres en dehors de l'Offre aux dates de paiement, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques.

Le paiement du prix de l'Offre aux actionnaires américains de la Société pourrait être une opération impossible y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de la Société consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de la Société de faire valoir leurs droits en vertu de la législation boursière fédérale américaine, étant donné que l'Initiateur et la Société ont leurs sièges sociaux respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et que certains ou la totalité de leurs dirigeants et administrateurs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de la Société pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Ce Projet de Note en Réponse et le Projet de Note d'Information n'ont été ni déposés ni examinés par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans ce Projet de Note en Réponse ou le Projet de Note d'Information. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse proposés ne constituent pas une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de Titres aux États-Unis et n'ont pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

Aux fins des deux paragraphes précédents, les États-Unis désignent les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le district de Columbia.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

3.1 Composition du Conseil d'Administration

À la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'Administration de la Société est composé comme suit :

- M. Frédéric Moyne, président-directeur général,
- M. Jean-Carlos Angulo, administrateur indépendant,
- M. Pierre Bouchut, administrateur indépendant,
- La société Bpifrance Investissement, administrateur, représentée dans ses fonctions par M. Sébastien Moynot,
- Mme Marie-Claire Daveu, administrateur indépendant,
- M. Frank Lacroix, administrateur indépendant,
- Mme Florence Lambert, administrateur indépendant, et
- Mme Ulrike Steinhorst, administrateur indépendant.

3.2 Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration de la Société, lors de sa réunion du 30 mai 2022, a rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité :

*« Le Conseil d'Administration d'Albioma SA (« **Albioma** » ou la « **Société** ») s'est réuni le 30 mai 2022 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat (l'« **Offre** ») visant les titres de la Société et stipulé à un prix de 50 euros par action (dividende détaché, étant rappelé que l'assemblée générale du 25 mai 2022 a approuvé un dividende de 0,84 euro par action, qui sera détaché de l'action le 9 juin 2022 « ex-date » et mis en paiement le 13 juin 2022) et de 29,1 euros par bon de souscription (« **BSAAR** ») de la Société, initié par Kyoto BidCo SAS, une société indirectement contrôlée par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. et ses affiliées (« **Kyoto BidCo** » ou l'« **Initiateur** »).*

L'ensemble des membres du Conseil d'Administration était présent par visioconférence.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui a été déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2022.

*Le Président rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (« **Règlement général de l'AMF** ») et à la recommandation AMF n° 2006-15, le Conseil d'Administration a, lors de sa réunion du 10 mars 2022, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé d'examiner les termes et conditions de l'opération envisagée, de proposer au Conseil d'Administration la*

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

nomination d'un expert indépendant dans les termes de l'article 261-1 du RG AMF et de superviser les travaux conduits par ce dernier, et de préparer en temps utile le projet d'avis motivé du Conseil d'Administration.

Le Comité est composé de quatre membres, dont une majorité d'administrateurs indépendants que sont M. Frank Lacroix, M. Jean-Carlos Angulo, M. Pierre Bouchut, lequel a été désigné président du Comité par le Conseil d'Administration, ainsi que le Président-Directeur Général de la Société, M. Frédéric Moyne.

Le Président rappelle également que, lors de sa réunion du 27 avril 2022, le Conseil d'Administration a accueilli favorablement, dans son principe, le projet d'Offre, sous réserve de l'analyse approfondie de celle-ci et des travaux de l'expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'Administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2022, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, la Société Générale (cet établissement étant également garant) ;*
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ledouble, qui conclut que les conditions financières de l'offre, à savoir le prix offert de 50 euros par action (dividende de 0,84 euro détaché) et de 29,1 euros par BSAAR de la Société, sont équitables pour les actionnaires et les détenteurs de BSAAR de la Société dont les Titres sont visés par l'Offre ;*
- le rapport du cabinet ECA, l'expert-comptable désigné par le Comité de Groupe, rendu le 24 mai 2022 ;*
- l'avis du Comité de Groupe sur l'Offre rendu le 24 mai 2022 ; et*
- le projet de note en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2022, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'Administration.*

1. Désignation de l'expert indépendant

Le Comité, lors de sa première réunion du 15 mars 2022, a auditionné deux cabinets susceptibles de répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Ces deux cabinets avaient remis une présentation de leur expérience en la matière et une proposition de rémunération aux membres du Comité préalablement à cette réunion.

À l'issue de la revue approfondie effectuée par le Comité des propositions détaillées de ces deux cabinets et de leur audition, dont le Comité a salué la qualité, le cabinet Ledouble a été sélectionné par le Comité au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose pour effectuer sa mission.

Le cabinet Ledouble a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Compte tenu de ce qui précède, le Comité a décidé, le 15 mars 2022, de recommander la nomination du cabinet Ledouble au Conseil d'Administration pour agir en qualité d'expert indépendant si l'opération envisagée venait à se concrétiser à l'issue de discussions alors en cours.

Lors de sa réunion du 27 avril 2022, le Conseil d'Administration de la Société a, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

2. Travaux du Comité et du Conseil et interactions avec l'expert indépendant

M. Pierre Bouchut, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre :

- le 15 mars 2022, le Comité s'est réuni, certains membres participant par visioconférence, en présence notamment de Madame Agnès Piniot et de Monsieur Olivier Cretté, qui ont présenté l'équipe du cabinet Ledouble devant intervenir sur cette mission d'expertise indépendante, le calendrier prévisionnel de son intervention, ainsi que les modalités et méthodologies de conduite des travaux d'expertise, et a décidé de proposer le cabinet Ledouble comme expert indépendant comme évoqué ci-dessus. Le Comité a par ailleurs décidé que des informations concernant la Société seraient fournies à l'expert indépendant afin qu'il puisse entamer ses premières diligences ;*
- le 6 avril 2022, le Comité s'est réuni, certains membres participant par visioconférence et sans la présence de l'expert indépendant, afin d'étudier la structure du projet d'offre de Kyoto BidCo et le projet d'accord de soutien à l'offre (tender offer agreement) avec une attention particulière notamment aux points ouverts en cours de négociation ;*
- Le 19 avril 2022, une première lettre d'engagement préliminaire a été conclue avec le cabinet Ledouble ;*
- le 19 avril 2022, le Comité s'est réuni, certains membres participant par visioconférence, afin d'étudier les principaux termes et conditions du plan d'investissement au profit de certains cadres et dirigeants de la Société et le sort des mécanismes d'intéressement des salariés dans le contexte de l'opération envisagée, et à cette occasion l'expert indépendant est intervenu pour confirmer qu'il avait déjà reçu les documents nécessaires à la conduite de ses travaux préliminaires et que ces derniers se déroulaient convenablement ;*
- le 27 avril 2022, le Comité s'est réuni, certains membres participant par visioconférence, afin d'examiner la version finale de l'accord de soutien à l'offre et de prendre connaissance du projet de communiqué de presse d'annonce de l'opération, et a décidé de recommander au Conseil d'Administration d'accueillir favorablement cette Offre. Le Conseil d'Administration s'est ensuite réuni et a accueilli favorablement et à l'unanimité l'opération envisagée, et a, suivant la recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant. Le même jour, l'Initiateur et la Société ont conclu le contrat de soutien à l'Offre ;*
- le 16 mai 2022, le Comité a tenu une visioconférence au cours de laquelle l'expert indépendant a présenté les premières conclusions de son rapport d'expertise et échangé avec les membres du Comité sur ses travaux. L'expert indépendant a indiqué notamment que le prix offert de 50,00 euros par action (dividende de 0,84 euro détaché) et de 29,1 euros par BSAAR de la Société se situait sur la borne haute de l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenu ;*
- le 23 mai 2022, le Comité s'est réuni, certains membres participant par visioconférence, pour échanger sur le projet de rapport de l'expert indépendant adressé en amont de la réunion. L'expert indépendant a notamment précisé que, sous réserve de la finalisation de ses travaux, son rapport préliminaire concluait au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;*
- le 30 mai 2022, le Comité a tenu une visioconférence en amont du Conseil d'Administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Le Comité a procédé*

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

à la revue du rapport définitif de ce dernier, a pris connaissance et discuté de l'avis du Comité de Groupe rendu le 24 mai et a finalisé ses recommandations au Conseil d'Administration relativement à son avis sur l'Offre ;

- le Comité s'est notamment assuré que l'expert indépendant a eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes ; et*
- le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.*

Le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Ledouble.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Le Comité a relevé que le plan d'affaires du groupe Albioma transmis à l'expert indépendant est celui arrêté le 29 décembre 2021 par le Conseil d'Administration, qu'il traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et de Monsieur Olivier Cretté, résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil d'Administration :

« Conformément au champ de la saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes principalement attachés à vérifier que :

- *le Prix de l'Offre de l'Action et le Prix de l'Offre du BSAAR sont équitables pour les Actionnaires et les détenteurs de BSAAR dans le contexte de l'Offre ;*
- *les conditions du Prix de l'Offre de l'Action et du Prix de l'Offre du BSAAR ne sont pas de nature à porter atteinte à l'égalité de traitement entre les Actionnaires ou les détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ;*
- *l'ensemble des Accords et Opérations Connexes que nous avons recensés en lien avec l'investissement au capital de Kyoto TopCo ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des Actionnaires et des détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ; nous avons notamment porté notre attention, dans le schéma de l'investissement au capital de Kyoto TopCo, sur :*
 - *les conditions d'apport à l'Offre et d'apport à Kyoto TopCo des Actions détenues par Bpifrance ;*
 - *le principe de l'investissement dans le Mix Pari Passu, aux côtés de Kyoto LuxCo I, d'une part, de Bpifrance et, d'autre part, des Managers, rémunéré en AO et en ADPa ;*
 - *le principe et les modalités d'octroi aux Managers des ADPb leur donnant droit, en fonction d'objectifs de TRI, à une part de la plus-value de Sortie aux côtés de l'Investisseur.*

Nous constatons que, par l'Offre :

- *les Actionnaires bénéficient d'une liquidité de leurs Titres au Prix de l'Offre de l'Action⁹, extériorisant des primes au regard :*
- *des CMPV avant rumeurs sur les négociations entre l'Investisseur et la Société¹⁰, et avant l'annonce de l'Offre ;*
- *de l'ensemble des valeurs centrales résultant des méthodes d'évaluation intrinsèque (SOTP, DCF, DDM), à titre principal, et analogique par les Comparables Boursiers, à titre secondaire ;*
- *les détenteurs de BSAAR bénéficient d'une liquidité de leurs Titres par transparence avec le Prix de l'Offre de l'Action.*

Nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions qui s'avèreraient contraires aux intérêts des Actionnaires ou aux détenteurs de BSAAR.

Compte tenu de son statut de pure holding, l'Investisseur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société (§ 2.7). L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société sous la direction opérationnelle des Managers, à l'appui des moyens mis à sa disposition par l'Investisseur.

Conclusion

Après avoir analysé l'économie générale de l'Offre, et à l'issue de nos travaux d'évaluation des Actions et des BSAAR dans la perspective de l'Offre, ainsi que de l'examen des caractéristiques des ADPa et des ADPb dans le cadre de l'investissement au capital de la Holding, et plus généralement des Accords et Opérations Connexes :

- *nous sommes en mesure de conclure, d'un point de vue financier, sur le caractère équitable, pour les Actionnaires ainsi que les détenteurs de BSAAR susceptibles d'apporter leurs Titres à l'Offre qui revêt un caractère volontaire, des termes de l'Offre recouvrant :*
- *le Prix de l'Offre de l'Action de 50,00 € (dividende détaché) ;*
- *le Prix de l'Offre du BSAAR de 29,10 € ;*
- *nous n'avons pas identifié :*
- *dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires, ainsi que des détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ;*
- *dans les conditions de fixation du Prix de l'Offre de l'Action et du Prix de l'Offre du BSAAR, de dispositions susceptibles de porter atteinte à l'égalité de traitement entre les Actionnaires ou les détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre. ».*

4. Conclusions et recommandations du Comité

Le 30 mai 2022, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, de l'avis du Comité de Groupe sur l'Offre et du rapport de l'expert-comptable désigné par le Comité de Groupe, sa recommandation au Conseil d'Administration.

⁹ 50,84 € dividende attaché (0,84 €), soit 50,0 € dividende détaché.

¹⁰ Par référence à la date du 7 mars 2022.

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

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité relève que :
- *l'Offre présente un caractère amical, lequel a été constaté par le Conseil d'Administration lors de ses précédentes réunions. Kyoto BidCo a dans ce contexte coopéré avec la Société pour les besoins de la bonne compréhension de l'Offre et pour les besoins des travaux de l'expert indépendant et de l'expert-comptable désigné par le Comité de Groupe ;*
 - *L'opération envisagée permettra à Albioma de s'appuyer sur un investisseur de référence en matière d'énergies renouvelables qui soutient sa stratégie, partage les mêmes horizons d'investissement de long terme qu'Albioma, s'engage à préserver l'intégrité du groupe et qui permettra à Albioma d'accélérer son développement à travers son réseau. A ce titre, l'Initiateur a indiqué qu'il entendait « maintenir l'intégrité du Groupe et, avec le soutien de l'équipe de direction actuelle, poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et n'entend pas modifier, en cas de succès de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société » ;*
 - *L'Initiateur a précisé avoir « l'intention de soutenir l'amélioration du profil environnemental, social et de gouvernance de la Société, la conversion actuelle des actifs en biomasse et la maximisation des sources locales de biomasse dans le mix de production d'électricité de la Société afin de stimuler l'économie locale et de réduire l'empreinte de CO2 » ;*
 - *L'Initiateur a également indiqué « être disposé à maintenir tous les investissements prévus par la Société pour convertir les centrales existantes à la biomasse dans le but de réaliser la transition de la Société vers une énergie 100% renouvelable d'ici 2030 et soutient le plan de la Société d'investir au moins 1 milliard d'euros entre 2022 et 2026, notamment pour soutenir les territoires d'Outre-mer » ;*
 - *Dans le cadre du TOA, l'Initiateur a pris l'engagement, pour une période de 5 ans, de ne pas reporter la dette d'acquisition sur la Société, sauf dans le contexte d'une éventuelle opération de croissance externe significative menée par la Société ou les sociétés du groupe Albioma ;*
 - *Bpifrance, actionnaire d'Albioma depuis 2016, continuera de soutenir Albioma en investissant aux côtés de Kyoto LuxCo 1 dans Kyoto TopCo.*

Au regard de ce qui précède, le Comité estime que l'Offre, qui présente un caractère amical, est dans l'intérêt de la Société et du groupe Albioma.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, sur le plan financier, le Comité note que :
- *le prix offert de 50 euros par action (dividende de 0.84€ détaché) extériorise une prime de 51,6% par rapport au cours de clôture de l'action le 7 mars (le dernier jour de bourse précédant les rumeurs de marché relatives à une potentielle offre publique d'achat) et, respectivement, de 43,4%, 46,6% et 47,9% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes pour le mois, les trois mois et les six mois précédant cette date, tel que présenté dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
 - *le prix offert de 29,1 euros par BSAAR extériorise une prime de 142,5% par rapport au cours de clôture de l'action le 7 mars (le dernier jour de bourse précédant les rumeurs de marché relatives à une potentielle offre publique d'achat) et, respectivement, de 123,3%, 127,1% et 133,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes pour le mois, les trois mois et les six mois précédant cette date tel que présenté dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
 - *l'expert indépendant a relevé que le prix offert faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ; et*

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

- *en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué qu'il « se réserve le droit de modifier la politique de dividendes de la Société à la suite de l'Offre. » mais que « postérieurement à l'Offre, la politique de dividendes de la Société et toute modification de celle-ci continueront à être déterminées par ses organes sociaux conformément à la loi et aux statuts de la Société, et sur la base de la capacité distributive, de la situation financière et des besoins financiers de la Société » ;*
- *Kyoto BidCo ne détient aucun titre de la Société et l'Offre présente un caractère volontaire. Elle n'aura de suite positive que si les titres présentés à l'Offre et ceux apportés à l'Initiateur par Bpifrance et certains dirigeants et salariés permettent à l'Initiateur de détenir 50,01% du capital et des droits de vote « théoriques » de la Société. Le succès de l'Offre est dès lors conditionné à sa large acceptation par les actionnaires.*

Au regard de ce qui précède, le Comité estime que l'Offre est dans l'intérêt des actionnaires de la Société, qui pourront bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix offrant une prime sur le cours.

– *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :*

- *Kyoto BidCo est un investisseur contrôlé par des fonds infrastructure de KKR qui déclare « [soutenir] pleinement la stratégie et les opérations actuelles de la Société » et « [avoir] l'intention de maintenir et de conserver les effectifs de la Société pour mettre en œuvre cette stratégie » ;*
- *Kyoto BidCo déclare qu'elle « n'envisage aucune synergie de coûts ou d'emploi » ;*
- *Kyoto BidCo précise que « L'Offre s'inscrit dans la continuité de l'activité de la Société et son succès n'aurait pas d'impact particulier sur les salariés et la politique de gestion des ressources humaines de la Société, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel » ;*
- *Kyoto BidCo indique entendre « s'appuyer, préserver et développer le talent et le savoir-faire de la main-d'œuvre locale de la Société dans les collectivités d'outre-mer françaises afin de poursuivre le développement et la croissance de la Société » ;*
- *Kyoto BidCo a également déclaré avoir l'intention de « proposer aux salariés des sociétés du Groupe de réaliser des investissements, conformément aux pratiques antérieures de la Société pour acquérir des Actions de la Société ou de l'Initiateur ou d'une entité contrôlant l'Initiateur par le biais de véhicules d'investissement dédiés (FCPE). »*
- *les intérêts des titulaires d'actions de performance attribuées gratuitement seront préservés, y compris celles en période d'acquisition ou de conservation par la mise en place d'accords de liquidités ;*
- *le Comité a entendu les conclusions du Comité de Groupe et a pris note que ce dernier a rendu, le 24 mai 2022, un avis majoritaire défavorable à l'Offre.*

Le Comité, après avoir pris connaissance de l'avis du Comité de Groupe, estime néanmoins, et, au regard de l'ensemble des éléments qui précèdent, que l'Offre préserve les intérêts des salariés de la Société et du groupe Albioma.

- *Le Comité prend enfin note que Kyoto BidCo a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les titres d'Albioma, sous réserve d'atteindre 90% du capital social et des droits de vote d'Albioma à la suite de l'Offre.*

En conclusion de quoi :

- le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information ;*
- le Comité a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que le projet d'Offre, qui présente un caractère amical, était conforme aux intérêts de chacun ;*
- à la suite de sa réunion du 30 mai 2022, il recommande au Conseil d'Administration de se prononcer dans ce sens.*

Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant et de l'avis du Comité de Groupe.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par Kyoto BidCo, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (v) du rapport de l'expert-comptable du Comité de Groupe, (vi) de l'avis du Comité de Groupe et (vii) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus et notamment de ce que l'Offre s'inscrit dans une perspective de maintien de l'intégrité du groupe Albioma, de sa pérennité, de sa continuité managériale, et de la préservation des intérêts des salariés, le Conseil d'Administration décide à l'unanimité après en avoir délibéré :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;*
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- de prendre acte de ce que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre (le cas échéant Réouverte) ;*
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;*
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président-Directeur Général à l'effet de :*
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris 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, notamment tout communiqué de presse. »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 20 des statuts de la Société, chaque administrateur doit détenir au moins 400 Actions de la Société au nominatif.

Les administrateurs de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'Administration a émis son avis motivé reproduit à la section 3 ci-avant ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions et de BSAAR détenus à la date de l'avis motivé	Intention
Frédéric Moyne	Président-Directeur Général	119.214 Actions et 103.256 BSAAR	Apport en nature à la Holding et apport à l'Offre du solde de sa participation, le cas échéant
Jean-Carlos Angulo	Administrateur indépendant	762 Actions	Apport à l'Offre ¹¹
Pierre Bouchut	Administrateur indépendant	407 Actions	Apport à l'Offre ¹²
Bpifrance Investissement	Administrateur	1.624.791 Actions	Apport de 1.164.791 Actions en nature à la Holding et apport de 460.000 Actions à l'Offre
Frank Lacroix	Administrateur indépendant	400 Actions	Apport à l'Offre ¹³
Marie-Claire Daveu	Administrateur indépendant	412 Actions	Apport à l'Offre ¹⁴
Florence Lambert	Administrateur indépendant	400 Actions	Apport à l'Offre ¹⁵
Ulrike Steinhorst	Administrateur indépendant	409 Actions	Apport à l'Offre ¹⁶

¹¹ Sous réserve des Actions que l'administrateur serait tenu de continuer à détenir s'il est appelé à conserver ses fonctions.

¹² Sous réserve des Actions que l'administrateur serait tenu de continuer à détenir s'il est appelé à conserver ses fonctions.

¹³ Sous réserve des Actions que l'administrateur serait tenu de continuer à détenir s'il est appelé à conserver ses fonctions.

¹⁴ Sous réserve des Actions que l'administratrice serait tenue de continuer à détenir si elle est appelée à conserver ses fonctions.

¹⁵ Sous réserve des Actions que l'administratrice serait tenue de continuer à détenir si elle est appelée à conserver ses fonctions.

¹⁶ Sous réserve des Actions que l'administratrice serait tenue de continuer à détenir si elle est appelée à conserver ses fonctions.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 144.853 de ses propres Actions.

Le Conseil d'Administration du 27 avril 2022 a décidé que la Société n'apportera pas lesdites 144.853 Actions auto-détenues par la Société à l'Offre (en ce compris toute extension ou réouverture de l'Offre, le cas échéant).

Il est précisé que ces Actions auto-détenues ont vocation à être remises aux bénéficiaires des Actions de Performance au titre des plans 2020, 2021 et 2022.

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

6.1 Le Tender Offer Agreement conclu avec la Société

Le 27 avril 2022, la Société et l'Initiateur ont conclu le TOA en langue anglaise. Le TOA a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En particulier, le TOA prévoit :

- (i) un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre au prix de 50 euros par Action (dividende de 0.84 euro détaché) et 29,1 euros par BSAAR dans des délais brefs, et de procéder aux dépôts nécessaires auprès des autorités compétentes afin d'obtenir l'approbation au titre du contrôle des concentrations et les autorisations relatives au contrôle des investissements étrangers en France et en Espagne ;
- (ii) un engagement d'exclusivité de la Société, lui interdisant de rechercher une offre concurrente, mais qui n'interdit pas au Conseil d'Administration de la Société, conformément à ses obligations fiduciaires, de tenir des discussions, pendant une courte période, avec l'auteur d'une proposition mieux-disante et d'instruire cette dernière ;
- (iii) un engagement de l'Initiateur de consentir à la Société un prêt d'actionnaire d'un montant maximum de 143 millions d'euros en cas de remboursement anticipé de certains de ses financements en raison du succès de l'Offre, incluant notamment le paiement des sommes dues par la Société aux obligataires au titre de l'Euro PP lié au développement durable (émis par la Société le 7 décembre 2020 pour un total de 100 millions d'euros), que la Société s'est engagée à rembourser par anticipation en cas de succès de l'Offre. Ce prêt d'actionnaire aura des conditions équivalentes à l'Euro PP. L'Initiateur indemniserà la Société pour les coûts exceptionnels engendrés par un tel remboursement anticipé. En outre, l'Initiateur s'est engagé à fournir à la Société, le cas échéant, l'accès à une facilité de crédit renouvelable d'un montant minimum de 60 millions d'euros et la Société s'est engagée en retour à rembourser sa propre ligne de crédit renouvelable.
- (iv) un engagement de l'Initiateur de ne pas, pendant une période de 5 ans, reporter la dette d'acquisition sur la Société, sauf dans le contexte d'une éventuelle opération de croissance externe significative menée par la Société ou les sociétés du Groupe ;
- (v) des engagements réciproques de l'Initiateur et de la Société de verser un montant de 10 millions d'euros à l'autre partie dans certaines situations limitées (par la Société au bénéfice de l'Initiateur en cas de succès d'une offre concurrente ; par l'Initiateur au bénéfice de la Société si l'Initiateur ne dépose pas l'Offre ou s'il n'obtient pas les autorisations réglementaires requises) ;
- (vi) un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires ; et
- (vii) plus généralement, des engagements de coopération réciproques habituels dans le cadre de l'Offre.

6.2 Accord d'Investissement avec Bpifrance

Selon le Projet de Note d'Information, Kyoto LuxCo 1 et ETI 2020, géré par Bpifrance Investissement (« **Bpifrance** ») ont conclu un accord d'investissement le 13 mai 2022 (*Investment Agreement*, l'« **Accord d'Investissement** »), en langue anglaise, définissant les termes et conditions de l'investissement de Bpifrance dans l'Initiateur aux côtés de Kyoto LuxCo 1.

En vertu de cet Accord d'Investissement, Kyoto LuxCo 1 et Bpifrance sont notamment convenues :

- que l'Offre sera déposée par Kyoto BidCo ;
- que Bpifrance (i) apportera 460.000 Actions à l'Offre et (ii) investira dans le capital social de Kyoto TopCo, une entité contrôlant l'Initiateur, (la « **Holding** ») *pari passu* avec Kyoto LuxCo 1 par l'apport en nature au Prix de l'Offre, de 1.164.791 Actions à l'Initiateur en échange de titres de l'Initiateur (l'« **Apport Bpifrance** »), ces titres seraient ensuite apportés à Kyoto MidCo, une entité française contrôlant l'Initiateur, en échange de titres de Kyoto MidCo, qui seraient enfin apportés à la Holding par Bpifrance en échange de titres de la Holding, étant précisé que cette structure pourra le cas échéant être ajustée par les parties afin de prévoir un apport en nature des actions de Bpifrance à la Holding (tel que ce terme est défini ci-dessous).
- que l'Apport Bpifrance sera réalisé notamment sous condition suspensive de la publication des résultats de l'Offre par l'AMF si sur la base des résultats de l'Offre et en tenant compte des Actions objet de l'Apport Bpifrance comme étant apportées à l'Initiateur, le seuil d'acceptation prévu à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF et le Seuil de Renonciation (s'il n'a pas fait l'objet d'une renonciation par l'Initiateur) sont atteints.

Sous réserve que les autres conditions suspensives prévues dans l'Apport Bpifrance soient satisfaites, les Actions de Bpifrance faisant l'objet de l'Apport Bpifrance seront ainsi assimilées à des Actions détenues par l'Initiateur à la date de clôture de l'Offre pour l'appréciation de l'atteinte du Seuil de Caducité décrit à la section 2.5.1 du Projet de Note d'Information.

- que Bpifrance investira *pari passu* avec Kyoto LuxCo 1 dans la Holding, directement ou indirectement, et bénéficiera des mêmes droits économiques du fait de cet investissement.
- que Bpifrance s'est engagée à coopérer de bonne foi avec Kyoto LuxCo 1 et à faire ses meilleurs efforts pour ne pas prendre de mesures incompatibles avec l'Offre, en particulier à ne pas soutenir une offre concurrente de quelque manière que ce soit ou apporter ses Actions à une offre concurrente, sauf si l'Offre est devenue caduque ou en cas d'offre supérieure recommandée par le Conseil d'Administration de la Société pour laquelle l'Initiateur n'aurait pas surenchéri, auquel cas Bpifrance aura le droit d'apporter ses Actions à cette offre concurrente ; et
- que Bpifrance n'agit pas de concert avec Kyoto BidCo et/ou en tant que co-initiateur de l'Offre.

Bpifrance s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 1.164.791 Actions objet de l'Apport Bpifrance et a donné instruction irrévocable à son intermédiaire financier de bloquer lesdites Actions et de les inscrire dans un sous-compte « titres indisponibles » jusqu'au jour suivant la fin de la période initiale de l'Offre, cet engagement prenant fin dans les mêmes conditions que celles prévues dans l'Accord d'Investissement (l'« **Engagement de Blocage BPI** »).

Comme indique dans le Projet de Note d'Information, en vertu de l'Accord d'Investissement, Kyoto LuxCo 1 et Bpifrance sont convenues de conclure un pacte d'associés auquel les actionnaires dirigeants et salariés seront également parties (le « **Pacte d'Associés** »), conformément aux principaux termes et conditions figurant en annexe de l'Accord d'Investissement, qui sont résumés ci-dessous.

Il est précisé que le Pacte d'Associés n'entrera en vigueur que sous réserve du succès de l'Offre, pour une durée initiale de quinze (15) ans.

Gouvernance de la holding

La Holding sera une société par actions simplifiée de droit français dirigée par un président (le « **Président** »), sous le contrôle d'un comité de surveillance (le « **Comité de surveillance** »).

Le Comité de Surveillance de la holding sera composé de membres nommés par décision collective des associés de la holding, comme suit :

- une majorité de membres nommés parmi des candidats proposés par Kyoto LuxCo 1 ;
- un membre désigné parmi des candidats proposés par Bpifrance (le « **Représentant de BPI** ») ; et
- des membres indépendants nommés parmi des candidats proposés par Kyoto LuxCo 1.

Toute décision du Comité de Surveillance sera valablement adoptée à la majorité simple des droits de vote détenus par les membres (présents ou représentés), étant entendu que le Représentant de BPI bénéficiera de droits de veto spécifiques liés à la protection de la souveraineté de l'État Français¹⁷ et des droits fondamentaux d'un investisseur minoritaire.

Transferts de titres de la Holding

Les dispositions suivantes sont applicables aux transferts des titres de la Holding par Bpifrance :

- *Droit de préemption de Kyoto LuxCo 1* : Kyoto LuxCo 1 bénéficiera d'un droit de préemption en cas de transfert par Bpifrance de ses titres de la Holding autre qu'un transfert libre usuel.
- *Droit de sortie forcée de Kyoto LuxCo 1* : dans le cas où Kyoto LuxCo 1 recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition d'un certain nombre de titres de la Holding entraînant un changement de contrôle de la Holding, Kyoto LuxCo 1 aura le droit de faire en sorte que Bpifrance cède 100% de ses titres de la Holding dans les mêmes conditions que celles prévues pour la cession des titres détenus par Kyoto LuxCo 1.
- *Droit de sortie conjointe* : en cas de transfert par Kyoto LuxCo 1, à un tiers, de tout ou partie de ses titres de la Holding, autre qu'un transfert libre usuel en la matière, ayant pour résultat que le tiers acquiert le contrôle de la Holding, Bpifrance pourra exiger de céder la totalité de ses titres de la Holding à ce tiers, et ce dans les mêmes conditions. Dans le cas de tout autre transfert par Kyoto LuxCo 1 de ses actions de la Holding autre qu'un transfert libre usuel, Bpifrance bénéficiera d'un droit de sortie proportionnel.
- *Autres restrictions* : Bpifrance ne transférera, directement ou indirectement, aucun de ses titres de la Holding à un tiers (i) soumis à des sanctions nationales ou internationales ou résident d'un état soumis

¹⁷ En particulier, concernant les décisions relatives à (i) des transactions entre l'une des Parties ou l'une de leurs sociétés affiliées et des entités faisant partie des sociétés du Groupe qui ne sont pas conclues à des conditions de marché; (ii) l'offre publique de titres de l'une des sociétés du Groupe en dehors de la France ; (iii) la réorganisation, la création ou la dissolution de filiales, la modification des statuts de l'Initiateur ou de toute société française significative du Groupe, dont les conséquences seraient de faire sortir ces filiales du périmètre de l'Initiateur, ou d'affecter négativement les droits de Bpifrance ; (iv) changement significatif de la nature des activités du Groupe ; (v) changement de nationalité ou de résidence fiscale de l'Initiateur ou de toute société française significative du Groupe ; (vi) ouverture ou acquisition d'activités dans un pays faisant l'objet de sanctions et (vii) transfert hors de France du siège social ou du lieu du centre de direction de la Société ou de la majorité des activités françaises actuelles des sociétés du Groupe.

à de telles sanctions, (ii) menant des activités concurrentes ou (iii) contrôlé par des autorités gouvernementales (autres que des fonds de pension).

Droits de liquidité de Bpifrance :

- Bpifrance disposera d'une option de vente portant sur ses titres de la Holding à l'encontre de Kyoto LuxCo 1 (l'« **Option de Vente BPI** »). L'Option de Vente BPI pourra être exercée annuellement pendant une période de trois mois suivant le troisième anniversaire du règlement livraison de l'Offre initiale et à chaque anniversaire du règlement livraison de l'Offre initiale suivant. Le prix d'exercice de l'Option de Vente BPI sera égal à la valeur de marché des titres de la Holding qui sera déterminée sur la base du même multiple d'EBITDA que celui résultant du Prix d'Offre des Actions.

En cas de Sortie (tel que ce terme est défini en section 6.3 ci-dessous et en section 1.3.3 du Projet de Note d'Information) ou d'exercice de l'Option de Vente BPI, Bpifrance ne bénéficierait d'aucun mécanisme lui permettant d'obtenir un prix de cession minimal garanti. Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du Prix de l'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, ou (iii) de mettre en évidence une clause de prix de cession minimal garanti en faveur de Bpifrance.

6.3 Investissement des dirigeants dans la Holding

Selon le Projet de Notes d'Information, Kyoto LuxCo 1, Frédéric Moyne, le président directeur-général de la Société et Julien Gauthier, le directeur général adjoint de la Société ont conclu un *term sheet* le 12 mai 2022 (le « **Term Sheet de Plan** »), afin de définir les principaux termes et conditions du plan d'investissement qui devrait être mis en place au niveau de la Holding, en cas de succès de l'Offre (le « **Plan** ») au profit de certains cadres et dirigeants de la Société (les « **Managers** »). Le Plan comprendrait :

- (i) un investissement par les Managers en actions ordinaires et actions de préférence à dividende fixe de la Holding, *pari passu* avec les autres associés de la Holding, financé par l'apport de tout ou partie du produit de la vente de leurs Actions ou de leurs BSAAR apportées à l'Offre ou l'apport en nature de leurs Actions ou BSAAR au Prix de l'Offre à la Holding, ou un apport en numéraire ; et
- (ii) l'attribution gratuite d'actions de préférence de la Holding, suivant le régime légal prévu aux articles L. 225-197-1 et s. du Code de commerce, conférant à leurs titulaires une partie de la plus-value réalisée par les associés de la Holding en cas de Sortie (tel que ce terme est défini ci-dessous) à certains Managers.

Les actions ordinaires et les actions de préférence à dividende fixe de la Holding seront souscrites à la valeur de marché, le cas échéant déterminée par un expert.

Aux termes d'un engagement d'apport en date du 19 mai 2022, le président directeur-général et le directeur général adjoint de la Société se sont engagés à (i) apporter en nature au Prix de l'Offre un nombre de Titres, correspondant à un montant d'investissement de 2,5 millions d'euros, à la Holding en échange de titres de la Holding et (ii) apporter le solde de leurs Titres à l'Offre, sous réserve des Actions de Performance Indisponibles (l'« **Apport des Managers** »).

Transferts de titres de la Holding

Les dispositions suivantes sont applicables aux transferts des titres de la Holding :

- *Droit d'agrément* : hormis en ce qui concerne tout transfert libre usuel, les cessions par un Manager au cours des 10 premières années suivant la clôture de l'Offre seront soumises à l'agrément du Comité de surveillance de la Holding.

- *Droit de préemption des Managers et de Kyoto LuxCo 1* : les Managers et Kyoto LuxCo 1 bénéficieront respectivement d'un droit de préemption de premier rang et d'un droit de préemption de second rang en cas de cession par un Manager de ses titres de la Holding autre qu'un transfert libre usuel, après l'expiration du droit d'agrément du Comité de surveillance de la Holding.
- *Droit de sortie forcée de Kyoto LuxCo 1* : dans le cas où Kyoto LuxCo 1 recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition de la totalité de ses titres détenus dans la Holding (sans préjudice de son droit de procéder à un réinvestissement minoritaire) autre qu'un transfert libre usuel, Kyoto LuxCo 1 aura le droit de faire en sorte que les Managers cèdent 100% de leurs titres de la Holding selon les mêmes termes et conditions que la cession par Kyoto LuxCo 1 et conjointement avec elle.
- *Droit de sortie conjointe* : en cas de transfert par Kyoto LuxCo 1, à un tiers, de tout ou partie de ses titres de la Holding, autre qu'un transfert libre usuel, ayant pour résultat que le tiers acquiert le contrôle de la Holding, les Managers pourront exiger de vendre la totalité de leurs titres de la Holding à ce tiers dans les mêmes termes et conditions. Dans le cas de tout autre transfert par Kyoto LuxCo 1 de ses actions de la Holding, autre qu'un transfert libre usuel, les Managers bénéficieront d'un droit de sortie proportionnel.

Liquidité des Managers

Kyoto LuxCo 1 bénéficiera d'une option d'achat sur les Actions de Performance de préférence que chaque Manager détient au sein de la Holding en cas de départ du Groupe d'un Manager. Kyoto LuxCo 1 bénéficiera d'une option de vente sur l'ensemble des titres de la Holding détenus par chaque Manager en cas de décès, d'incapacité ou d'invalidité de ce Manager. Le prix d'exercice de l'option d'achat et de l'option de vente sera égal à la valeur de marché des titres de la Holding, déterminée sur la base du même multiple d'EBITDA que celui résultant du Prix d'Offre des Actions avec l'application d'une décote d'illiquidité variable en fonction de la date d'exercice, le cas échéant, étant précisé qu'en cas de cession entraînant un changement de contrôle de la Holding ou une introduction en bourse des Titres de la Holding (une « **IPO** » et ensemble une « **Sortie** ») dans les 12 mois suivant l'exercice de l'option d'achat, le prix de l'option d'achat sera augmenté pour être égal au prix des titres de la Holding résultant de la Sortie, selon le cas. Les Managers ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti.

Les Managers bénéficieront d'une liquidité partielle aux 4^{ème}, 6^{ème} et 7^{ème} anniversaires de la date de leur investissement sur les titres de la Holding qu'ils détiennent sous la forme d'options de vente accordées par Kyoto LuxCo 1. Ils bénéficieront d'une option de vente, exerçable au 8^{ème} anniversaire de la date d'investissement des Managers, leur permettant de céder la totalité des titres de la Holding qu'ils détiennent. Le prix d'exercice des options de vente sera égal à la valeur de marché des actions de la Holding telle que déterminée par le représentant des Managers et la Holding ou, à défaut d'un tel accord, à la valeur de marché des titres de la Holding, déterminée sur la base du même multiple d'EBITDA que celui résultant du Prix d'Offre des Actions avec l'application d'une décote d'illiquidité variable en fonction de la date d'exercice, selon le cas.

En cas de Sortie ou d'exercice des diverses options d'achat et de vente, les Managers ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, ou (iii) de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti en faveur des Managers.

6.4 Contrat de liquidité

Le Projet de Note d'Information indique que l'Initiateur proposera aux bénéficiaires d'Actions de Performance Indisponibles de conclure des options de vente et d'achat portant sur leurs Actions de Performance Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions de Performance Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre (le « **Contrat de Liquidité** »).

Conformément au Contrat de Liquidité, si un événement de Liquidité Insuffisante (telle que définie ci-dessous) se produit, l'Initiateur disposera à l'encontre de chaque bénéficiaire d'Actions de Performance Indisponibles, d'une option d'achat (l'« **Option d'Achat** »), aux termes de laquelle le bénéficiaire s'engage irrévocablement à vendre à l'Initiateur, ses Actions de Performance Indisponibles à la demande de l'Initiateur et à tout moment pendant une période de deux mois commençant le premier Jour Ouvré suivant la plus tardive des deux dates suivantes : (i) la Date de Disponibilité et (ii) la date de la notification du prix d'exercice de l'année durant laquelle aura lieu la Date de Disponibilité, ou pour les Actions de Performance Indisponibles pour lesquelles la Date de Disponibilité aura lieu au cours des 12 mois suivant l'annonce de l'Offre, la date de notification du prix d'exercice qui sera délivrée au plus tard 5 jours ouvrés suivant la Date de Disponibilité des Actions de Performance concernées (la « **Période de l'Option de Liquidité d'Achat** »), et une option de vente (l'« **Option de Vente** », conjointement avec l'Option d'Achat, les « **Options** »), aux termes de laquelle, en l'absence d'exercice de l'Option d'Achat pendant la Période de l'Option d'Achat, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès du Bénéficiaire, les Actions de Performance Indisponibles, à la demande du Bénéficiaire pendant une période de deux mois à compter du premier jour ouvrable suivant l'expiration de la Période de Liquidité d'Achat (la « **Période d'Option de Vente** »).

« **Liquidité Insuffisante** » signifie :

- un retrait obligatoire en vertu des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, mis en œuvre par l'Initiateur en ce qui concerne les Actions et/ou les BSAAR Albioma ; ou
- les Actions et les BSAAR ont été radiés de la cote d'Euronext Paris et d'Euronext Growth ; ou
- le volume moyen des Actions échangées chaque jour de négociation au cours des vingt (20) derniers jours de négociation précédant la date à laquelle l'évaluation de la liquidité a lieu est inférieur (ou égal) à 0,10 % du capital social de la Société à cette date (sur la base des informations publiées par Euronext Paris).

La « **Date de Disponibilité** » désigne le jour suivant la fin de la période pendant laquelle le bénéficiaire des Options ne peut disposer des Actions de Performance Indisponibles sans déclencher des conséquences fiscales ou de charges sociales défavorables correspondant à la période d'indisponibilité applicable en vertu des plans d'actions de performance concernés.

En cas d'exercice d'une Option, le prix d'exercice par Action de Performance Indisponible sera déterminé chaque année par un expert, en fonction du Prix de l'Offre, par application d'une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre ainsi que la dette financière nette calculée de manière cohérente avec le Prix de l'Offre.

Par exception, le prix d'exercice par Action de Performance Indisponible pour les Actions de Performance Indisponibles pour lesquelles la Date de Disponibilité aura lieu au cours des 12 mois suivant l'annonce de l'Offre, selon le cas, sera égal au dernier Prix de l'Offre.

En cas de mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, les Actions de Performance Indisponibles pour lesquelles un Contrat de Liquidité aura été conclu, dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit ci-dessus, seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas concernées par ledit retrait obligatoire.

En cas d'exercice de l'Option d'Achat ou de l'Option de Vente, les porteurs d'Actions de Performance Indisponibles ne bénéficieraient d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du Prix de l'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, ou (iii) de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti en faveur des porteurs d'Actions de Performance Indisponibles.

6.5 Engagements d'apport

Le 30 mai 2022, la Compagnie Financière Européenne de Prises de Participation (COFEPP) a transmis à l'Initiateur un engagement d'apport à l'Offre portant sur 1.956.831 Actions, représentant du 6,05%¹⁸ capital de la Société (l'« **Apport COFEPP** »). L'Apport COFEPP est révocable en cas d'offre publique concurrente.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucun engagement d'apport autre que l'Apport COFEPP décrit ci-dessus, l'Apport Bpifrance décrit à la section 6.2 ci-avant et l'Apport des Managers décrit à la section 6.3 ci-avant.

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

7.1 Structure et répartition du capital

Au 30 avril 2022 le capital s'élevait, comme reflété dans le Projet de Note d'Information, à 1.242.981,01 €, divisé en 32.285.221 Actions ordinaires, toutes de même catégorie et d'une valeur nominale de 0,0385 €.

Au 23 mai 2022, à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élevait à 1.246.040,68 €, divisé en 32.364.693 Actions ordinaires¹⁹, toutes de même catégorie et d'une valeur nominale de 0,0385 €. À la connaissance de la Société, ces Actions sont réparties comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions et de droits de vote théoriques	Pourcentage du capital social et des droits de vote
Brown Capital Management LLC	2.232.815	6,90%
Impala SAS	1.941.154	6,00%
Compagnie Financière Européenne de Prises de Participation (COFEPP)	1.956.831	6,05%
Bpifrance	1.624.791	5,02%
Caisse des dépôts et des consignations (et affiliés)	1.528.385	4,72%
Kabouter Management LLC	665.917	2,06%
Employés	857.639	2,65%
BlackRock	850.576	2,63%
Financière de L'Echiquier	538.007	1,66 %
Directors (sauf le représentant de Bpifrance) et cadres	122.004	0,38%
Actions auto-détenues	144.853	0,45%
Public	19.901.721	61,49%
Total	32.364.693	100%

¹⁸ Sur la base d'un capital composé de 32.364.693 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 23 mai 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

¹⁹ Il est précisé que le nombre d'actions indiqué ne tient pas compte des actions résultant de l'exercice des BSAAR depuis le 23 mai 2022.

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

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

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

En outre, l'article 13 des statuts de la Société prévoit une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire pour tout détenteur, direct ou indirect, d'une fraction du capital de la Société égale à 1 % ou à un multiple de ce même pourcentage inférieur à 5%.

Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

Droit de vote double/multiple

Il n'existe aucun titre comportant des droits de vote multiples ou spéciaux.

7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (sous réserve en tant que de besoin de l'Apport Bpifrance décrit à la section 6.2 ci-avant).

7.2.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

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

Depuis le 1^{er} janvier 2021, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce :

- le 25 février 2021²⁰, la société Kabouter Management, agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 19 février 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 1 596 011 actions représentant 5,04 % du capital et 5,11 % des droits de vote ;
- le 26 février 2021²¹, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a déclaré avoir franchi indirectement en hausse, le 22 février 2021, les seuils de 10 % du capital et des droits de vote et détenir indirectement,

²⁰ AMF, D&I n°221C0434.

²¹ AMF, D&I n°221C0447.

par l'intermédiaire des sociétés CDC Croissance, Bpifrance Investissement (pour le compte du fonds ETI 2020 dont elle assure la gestion) et CNP Assurances, 3 165 365 actions représentant 10,004 % du capital et 10,14 % des droits de vote ;

- le 16 mars 2021²², la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a déclaré avoir franchi indirectement en baisse, le 11 mars 2021, les seuils de 10 % du capital et des droits de vote et détenir indirectement, par l'intermédiaire des sociétés CDC Croissance, Bpifrance Investissement (pour le compte du fonds ETI 2020 dont elle assure la gestion) et CNP Assurances, 3 133 284 actions représentant 9,90 % du capital et 10,04 % des droits de vote ;
- le 8 avril 2021²³, le fonds Kabouter International Opportunities Fund II a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 1^{er} avril 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir individuellement 1 583 496 actions représentant 5,004 % du capital et 5,07 % des droits de vote ;
- le 12 juillet 2021²⁴, le fonds Kabouter International Opportunities Fund II a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 9 juillet 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir individuellement 1 583 496 actions représentant 4,97 % du capital et 5,03 % des droits de vote ;
- 15 juillet 2021²⁵, le fonds Kabouter International Opportunities Fund II a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, le 12 juillet 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir individuellement 1 602 931 actions représentant 5,03 % du capital et 5,09 % des droits de vote ;
- le 7 septembre 2021²⁶, la société BlackRock, agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 3 septembre 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 1 609 175 actions représentant 5,02 % du capital et 5,08 % des droits de vote ;
- le 8 septembre 2021²⁷, la société BlackRock, agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 6 septembre 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 1 531 825 actions représentant 4,78 % du capital et 4,83 % des droits de vote ;
- le 15 octobre 2021²⁸, la société Kabouter Management, agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 14 octobre 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir, pour le compte desdits clients et fonds, 1 564 560 actions représentant 4,88 % du capital et 4,94 % des droits de vote ;
- le 9 décembre 2021²⁹, la société Brown Capital Management, agissant pour le compte de fonds et de clients dont elle assure la gestion, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 11

²² AMF, D&I n°221C0575.

²³ AMF, D&I n°221C0735.

²⁴ AMF, D&I n°221C1759.

²⁵ AMF, D&I n°221C1771.

²⁶ AMF, D&I n°221C2316.

²⁷ AMF, D&I n°221C2328.

²⁸ AMF, D&I n°221C2754.

²⁹ AMF, D&I n°221C3453.

janvier 2021, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote et détenir à cette date, pour le compte desdits fonds et clients, 1 611 995 actions représentant 5,09 % du capital et 5,16 % des droits de vote ;

- le 13 mai 2022³⁰, la Société Générale a déclaré avoir franchi en hausse, le 11 mai 2022, les seuils de 5% du capital et des droits de vote et détenir 1 644 586 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,09% du capital et des droits de vote ;
- le 13 mai 2022³¹, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a déclaré avoir franchi indirectement (i) en hausse, le 9 mai 2022, par suite d'une réception d'actions détenues à titre de collatéral par la société CNP Assurances, les seuils de 10% du capital et des droits de vote et détenir, à cette date, 3 428 656 actions représentant autant de droits de vote, soit 10,62% du capital et des droits de vote et (ii) en baisse, le 12 mai 2022, par suite d'une restitution d'actions détenues à titre de collatéral par la société CNP Assurances, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la société et détenir 3 060 476 actions représentant autant de droits de vote, soit 9,48% du capital et des droits de vote ;
- le 18 mai 2022³², la Société Générale a déclaré avoir franchi en baisse, le 16 mai 2022, les seuils de 5% du capital et des droits de vote, et ne plus détenir d'actions de la société ;
- le 25 mai 2022³³, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a déclaré avoir franchi indirectement (i) en hausse, le 23 mai 2022, par suite d'une réception d'actions détenues à titre de collatéral par la société CNP Assurances, les seuils de 10% du capital et des droits de vote et détenir, à cette date, 3 660 476 actions représentant autant de droits de vote, soit 11,34% du capital et des droits de vote et (ii) en baisse, le 24 mai 2022, par suite d'une restitution d'actions détenues à titre de collatéral par la société CNP Assurances, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la société et détenir 3 060 476 actions représentant autant de droits de vote, soit 9,48% du capital et des droits de vote de cette société.

Enfin, il est à signaler que, depuis le 29 avril 2022, plusieurs déclarations d'achats et de ventes effectués pendant une offre publique ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF en application de l'article 231-46 du Règlement général de l'AMF.

7.3 Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, personne ne détient de titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, 344.345 Actions, représentant 1,06% du capital et des droits de vote théoriques de la Société³⁴ sont détenues par le fonds commun de placement d'entreprises (FCPE) « FCPE Albioma » constitué au bénéfice des salariés du Groupe.

³⁰ AMF, D&I n°222C1115.

³¹ AMF, D&I n°222C1124.

³² AMF, D&I n°222C1182.

³³ AMF, D&I n°222C1258.

³⁴ Sur la base d'un capital composé de 32.364.693 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 23 mai 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Le FCPE est géré par un conseil de surveillance, qui doit se réunir prochainement pour se prononcer sur l'apport des Actions détenues par le FCPE à l'Offre.

7.5 Accords entre actionnaires dont la société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

À l'exception (i) des accords décrits à la section 6 « *Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre* » et à la section 2.2.3 « *Situation des bénéficiaires d'Actions de Performance* » ci-avant, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Nomination et remplacement des membres du Conseil d'Administration

Aux termes de l'article 19 des statuts de la Société, l'administration de la Société est confiée à un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de douze membres au plus, nommés par l'assemblée générale des actionnaires.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, mais le Conseil d'Administration a le pouvoir, en cas de vacance d'un ou plusieurs postes, de nommer des remplaçants par voie de cooptation pour la durée restante des mandats des prédécesseurs et sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire.

Le nombre d'administrateurs âgés de plus de soixante-dix (70) ans ne doit pas excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette proportion se trouve dépassée, l'administrateur le plus âgé n'ayant pas exercé ou n'exerçant pas les fonctions de président ou n'ayant pas exercé des fonctions de directeur général dans la Société, cesse ses fonctions lors de la prochaine assemblée générale.

La durée du mandat des administrateurs est de quatre (4) ans. L'assemblée générale ordinaire pourra nommer certains administrateurs pour une durée inférieure à quatre ans ou, selon le cas, réduire la durée des fonctions de l'un ou de plusieurs administrateurs, afin de permettre un renouvellement échelonné des mandats des membres du Conseil d'Administration. Ils sont rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs doivent détenir au moins quatre cent (400) actions de la Société pendant toute la durée de leur mandat.

Le Conseil d'Administration élit parmi ses membres un président de nationalité française ou ressortissant d'un État membre de l'Espace Économique Européen pour une durée qui peut être égale à celle de son mandat d'administrateur.

Modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 39 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

7.7 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires

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

qui la concernent. Il statue sur les orientations stratégiques de la Société et approuve préalablement toute opération significative se situant hors de la stratégie annoncée de l'entreprise, qu'il s'agisse d'investissements importants de croissance organique, d'opérations de restructuration interne ou d'opérations externes d'acquisition ou de cession.

Le Conseil d'Administration procède aux vérifications et contrôles qu'il juge opportuns. Il se tient régulièrement informé de la situation financière, de la situation de trésorerie ainsi que des engagements de la Société.

Le Conseil d'Administration peut nommer des comités composés, soit d'administrateurs, soit de directeurs, soit d'administrateurs et de directeurs de la Société. Les membres de ces comités sont chargés d'étudier les questions que le conseil ou son président soumet à leur examen.

Les administrateurs reçoivent toutes les informations nécessaires à l'exercice de leurs fonctions et peuvent obtenir tous les documents qu'ils jugent utiles.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi, les statuts et le règlement intérieur de la Société, le Conseil d'Administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'Assemblée Générale (numéro de résolution)	Montant maximal autorisé	Durée (en mois)	Utilisation au cours de l'exercice
Émission avec maintien du droit préférentiel de souscription	25/05/2021 (16)	30 % du capital, 200 M€ en nominal pour les titres de créance	26	Aucune
Augmentation du montant des émissions réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription	25/05/2021 (17)	15 % de l'émission initiale ³⁵	26	Aucune
Émission avec suppression du droit préférentiel de souscription par voie d'offre visée à l'article L. 411-2 (1°) du Code monétaire et financier de titres de créance donnant accès au capital	25/05/2021 (18)	200 M€ en nominal pour les titres de créance, 10 % du capital ³⁶	26	Aucune
Émission en rémunération d'apports en nature	25/05/2021 (19)	10 % du capital ³⁷	26	Aucune

³⁵ Montant maximal s'imputant sur le plafond de 30 % du capital (pour les titres de capital) et 200 M€ (pour les titres de créance) prévu par la 16e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021.

³⁶ Montant maximal s'imputant sur le plafond de 30 % du capital (pour les titres de capital) et 200 M€ (pour les titres de créance) prévu par la 16e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021.

³⁷ Montant maximal s'imputant sur le plafond de 30 % du capital (pour les titres de capital) et 200 M€ (pour les titres de créance) prévu par la 16e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021 et sur le plafond de 10 % du capital (pour les titres de capital) prévu par la 18e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021.

Émission avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise ou un plan d'épargne groupe	25/05/2022 (15)	1,5 % du capital ³⁸	26	Aucune
Augmentation du capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres dont la capitalisation serait admise	25/05/2021 (21)	Montant des sommes pouvant être incorporées au capital à la date de la décision du Conseil d'Administration	26	Aucune
Émission avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des salariés et des mandataires sociaux de la Société et de ses filiales de bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAAR)	25/05/2022 (14)	3,5 % du capital	18	N/A
Autorisation en vue du rachat par la Société de ses propres actions dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	25/05/2022 (12)	10 % du capital à la date de l'achat ³⁹ Montant cumulé maximal des acquisitions, net de frais : 35 M€ Prix maximal d'achat par action : 60 €	18	- Rachat en vue de la mise en œuvre d'un contrat de liquidité opéré par Rothschild Martin Maurel destiné à assurer la liquidité du titre de la Société sur Euronext Paris ; - Rachat afin d'assurer le service des plans d'Actions de Performance en cours ; - Rachat afin d'assurer le service des BSAAR émis en 2018.
Autorisation en vue de réduire le capital par voie d'annulation d'actions acquises par la Société dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	25/05/2022 (13)	10 % du capital par période de 24 mois	18	Aucune
Autorisation à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'Actions de Performance existantes au profit	29/05/2020 (13)	846 000 actions	38	Attribution par le Conseil d'Administration de 224 977 Actions de

³⁸ Montant maximal s'imputant sur le plafond de 30 % du capital (pour les titres de capital) et 200 M€ (pour les titres de créance) prévu par la 16e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021 et sur le plafond de 10 % du capital (pour les titres de capital) prévu par la 18e résolution de l'Assemblée Générale du 25 mai 2021.

³⁹ 5 % du capital s'agissant des actions susceptibles d'être acquises en vue de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de croissance externe.

des salariés et des mandataires sociaux de la Société et des sociétés qui lui sont liées				Performance le 03.03.2021 au titre du plan 2021
--	--	--	--	---

7.8 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Les conventions suivantes contiennent des clauses permettant au contractant, sous certaines conditions, de mettre fin au contrat en cas de changement de contrôle de la Société :

- L'Euro PP d'un montant total de 100 millions d'euros à échéance dont la Société a assuré le placement privé au cours de l'exercice 2020 contient des dispositions relatives au changement de contrôle de la Société permettant en particulier aux titulaires des obligations d'exiger le remboursement anticipé de leurs titres. Aux termes du TOA conclu avec l'Initiateur, la Société s'est engagée à rembourser par anticipation l'Euro PP si l'Offre connaît une suite positive. En contrepartie, l'Initiateur mettra à la disposition de la Société un prêt d'actionnaire pour faire face à ce remboursement anticipé comme décrit en section 6.1 du présent Projet de Note en Réponse à des conditions équivalentes à celles de l'Euro PP.
- La ligne de crédit renouvelable d'un montant de 60 millions d'euros à échéance 2024 mise en place au cours de l'exercice 2019 pourrait être résiliée (pour la partie non tirée) ou devenir exigible par anticipation (pour la partie tirée). Dans le cadre du TOA, décrit en section 6.1 du présent Projet de Note en Réponse, la Société s'est engagée à rembourser cette ligne de crédit et l'Initiateur s'est engagé en retour à donner accès à la Société à une ligne de crédit renouvelable d'un montant maximum de 60 millions d'euros.

S'agissant des engagements souscrits par les filiales du Groupe, seuls sont susceptibles d'être remis en cause en cas de changement de contrôle de la Société :

- les contrats de prêt conclus (ou transférés) localement dans le cadre de l'acquisition de la société Rio Pardo Termoelétrica (devenue Albioma Rio Pardo Termoelétrica) au Brésil ;
- une convention de mise à disposition d'un terrain utilisé pour l'exploitation d'installations photovoltaïques par l'une des filiales de la Société à La Réunion ;
- le contrat de prêt et le contrat de crédit-bail conclus en 2012 par la société Gümüşköy Jeotermal Enerji Üretim.

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

Le Conseil d'Administration, lors de sa réunion du 1^{er} mars 2016, a mis en place au bénéfice de M. Frédéric Moyne, en sa qualité de directeur général, une indemnité forfaitaire de départ susceptible d'être mise en œuvre à compter du premier jour de la deuxième année suivant la date d'effet de sa nomination aux fonctions de directeur général de la Société (soit le 1^{er} juin 2017). Ce mécanisme d'indemnisation a été approuvé par l'Assemblée Générale du 24 mai 2016. Le montant brut maximal de l'indemnité de départ est fixé à 15 mois de la rémunération annuelle fixe brute perçue au titre des douze derniers mois précédant la cessation du mandat, augmentée de la moyenne des rémunérations variables brutes perçues au titre des trois derniers exercices clos précédant la cessation du mandat. L'indemnité forfaitaire de départ ne sera due et versée que si les sommes perçues par M. Frédéric Moyne ou dues à ce dernier à raison de la part variable de sa rémunération au titre des deux exercices clos précédant la date de cessation de son mandat représentent, en moyenne, un pourcentage

égal ou supérieur à 50% du montant maximal de la part variable susceptible d'être attribuée au titre desdits exercices.

Lors de la même réunion, le Conseil d'Administration, a également mis en place au bénéfice de M. Frédéric Moyne, en sa qualité de directeur général, un dispositif d'indemnisation d'un engagement de non-concurrence susceptible d'être mis en œuvre à compter de la date d'effet de sa nomination aux fonctions de directeur général de la Société (soit le 1^{er} juin 2016). Ce dispositif a été approuvé par l'Assemblée Générale du 24 mai 2016. Dans le cas où l'obligation de non-concurrence, dont la durée a été fixée à 12 mois, serait mise à la charge de Monsieur Frédéric Moyne en cas de cessation de ses fonctions au sein de la Société, il bénéficierait d'une indemnité de non-concurrence à ce titre égale à six mois de la rémunération annuelle fixe brute perçue sur les douze derniers mois précédant la cessation du mandat, augmentée de la moyenne des rémunérations variables brutes perçues au titre des trois derniers exercices clos précédant la cessation du mandat.

8. RÉUNION DU COMITÉ DE GROUPE D'ALBIOMA

Le Comité de Groupe de la Société, lors de sa réunion du 24 mai 2022, a rendu l'avis majoritaire défavorable suivant :

« Sur l'offre :

Vu le rapport de l'expert-comptable auprès du Comité de Groupe sur le projet d'offre publique d'achat initié par KKR ;

Vu les éléments mis en lumière sur la nature de l'offre, notamment sur l'absence d'engagement de KKR au-delà de 12 mois sur la pérennité de l'emploi, sur l'application des accords collectifs d'entreprise, sur l'organisation des structures des filiales d'ALBIOMA et donc sur l'intégrité du Groupe ;

Vu l'absence de la programmation d'investissements financiers de KKR (hors plan de développement 2022-2026 tel que prévu et financé avant son offre) sur tout projet industriel pouvant accompagner ALBIOMA et de façon notable ses filiales en Outre-mer ;

Vu l'absence de toute participation de KKR aux projets d'ALBIOMA depuis son entrée en bourse jusqu'à ce jour ;

Vu l'absence de perspectives sur la sortie de KKR et notamment sur les modalités de revente du groupe inquiétant légitimement les salariés de l'ensemble du Groupe ALBIOMA ;

Attendu que l'audition de KKR n'a pas permis l'enregistrement d'engagements sociaux au-delà de 12 mois, sauf des intentions plus que très approximatives ;

Appréciant l'offre de KKR tel un intérêt purement financier et non industriel ;

Sur le contexte de l'OPA :

Vu la transition énergétique entamée par ALBIOMA accompagnée par la CRE (Commission de Régulation de l'Énergie) sur la base de fond public Français ;

Vu l'importance de la part de production d'électricité d'ALBIOMA dans les territoires d'Outre-mer ;

Vu la nécessité de maintenir la souveraineté énergétique dans l'Outre-mer français ;

Vu l'importance à maintenir sous pavillon français nos technologies industrielles stratégiques ;

Vu le plan de projets de 2022 à 2026 déjà financé par le Groupe ALBIOMA et laissant attendre une croissance naturelle significative du Groupe sans la présence de KKR ;

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

Vu qu'il a été fait état au cours de l'audition de KKR, des discussions entre des représentants de KKR et les deux précédents présidents du Groupe ALBIOMA ;

Vu l'information / consultation irrégulière débutée le 02 mai 2022 mais attendu des dates de création des entreprises :

- Kyoto Bidco au 7 mars 2022 dont le siège est établi en France ;
- Kyoto Topco au 21 mars 2022 dont le siège est établi en France ;
- Kyoto Midco au 21 mars 2022 dont le siège est établi en France ;
- Kyoto Luxco1 au 30 mars 2022 dont le siège est établi au Luxembourg.

Sur la forme en droit de l'Information / Consultation :

Vu l'annonce de l'OPA par communiqué de presse en date du 28 avril 2022 ;

Vu l'accord de soutien du Conseil d'Administration en date du 27 avril 2022, sans même information préalable du Comité de Groupe ;

Vu l'absence de convocation signée du président pour la tenue de la réunion du Comité de Groupe exceptionnel du 02 mai 2022 ;

Vu l'ordre du jour irrégulier par l'absence de la signature du Président pour la tenue du Comité de Groupe en séance extraordinaire du 02 mai 2022 ;

Vu la signature le 12 mai 2022 d'un term sheet de plan avec Frédéric MOYNE Président Directeur- Général et Julien GAUTHIER Directeur Général Adjoint d'ALBIOMA, non indiqué pour information le 02 mai 2022 lors de la 1^{ère} réunion d'information.

Vu la non-transmission par l'initiateur de l'offre au Comité de Groupe dans le délai de trois jours après le dépôt de son offre publique, de sa note détaillée à l'adresse expresse du Comité de Groupe ;

PAR CE QUI PRÉCÈDE ;

Ce 24 mai 2022 ;

Les élus du personnel siégeant au sein du Comité de Groupe d'ALBIOMA remettent de façon majoritaire un avis DÉFAVORABLE à l'offre d'achat publique de KKR tel que présentée.

Les élus du personnel siégeant au sein du Comité de Groupe d'ALBIOMA se réservent le droit à toutes contestations judiciaires jugées utiles sous les motivations énumérées. À cet effet, le Secrétaire du Comité de Groupe disposera d'un mandat spécial de représentation afin d'ester en Justice. Les élus du personnel siégeant au sein du Comité de Groupe d'ALBIOMA demandent le vote de cette résolution.

Les élus du personnel siégeant au sein du Comité de Groupe d'ALBIOMA demandent que ce présent avis soit joint à la note réponse de la Direction Générale d'ALBIOMA à l'offre de KKR et qu'il en soit donné lecture au cours de l'Assemblée Générale du Groupe ALBIOMA fixée au 25 mai 2022. »

Le rapport de l'expert-comptable désigné par le Comité de Groupe est reproduit en **Annexe 2** et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

En application des articles 261-1, I, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la Société le 27 avril 2022 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 30 mai 2022, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

10. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES 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 Règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet d'Albioma (www.albioma.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social d'Albioma (Tour Opus 12, 77 esplanade du Général de Gaulle, 92081 Paris La Défense).

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

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

Frédéric Moyne

Président-Directeur Général d'Albioma

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

Annexe 1

Rapport de l'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration



Ledouble

Albioma

Tour Opus 12
77 Esplanade du Général de Gaulle
92081 Paris La Défense

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Sommaire

1.	INTRODUCTION	9
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	9
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	10
1.3.	Diligences effectuées	10
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	12
1.5.	Plan du Rapport	13
1.6.	Conventions de présentation	13
2.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	14
2.1.	Société prenant part à l'Offre	14
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	15
2.3.	Périmètre de l'Offre	16
2.4.	Financement de l'Offre	18
2.5.	Conditions de réalisation de l'Offre	18
2.6.	Retrait obligatoire et radiation des Titres	18
2.7.	Synergies	19
2.8.	Accords et Opérations Connexes	19
3.	PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ	21
3.1.	Historique et activités du Groupe	21
3.2.	Environnement et tendances des marchés du Groupe	30
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	38
3.4.	Matrice SWOT	49
4.	ÉVALUATION DES TITRES	50
4.1.	Données structurant l'Évaluation	50
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	53
4.3.	Références boursières	53
4.4.	Méthode d'évaluation retenues	58
4.5.	Synthèse de l'Évaluation	72
4.6.	Valorisation des BSAAR	73

5.	<u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u>	75
5.1.	Nombre d'Actions dilué	75
5.2.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	75
5.3.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	76
5.4.	Évaluation intrinsèque	76
5.5.	Évaluation analogique par les Comparables Boursiers	79
5.6.	CMPV	80
5.7.	Synthèse	81
5.8.	Multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre de l'Action	82
5.9.	Évaluation du BSAAR	82
6.	<u>ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</u>	83
6.1.	Liquidité des Actions de Performance Indisponibles	83
6.2.	Investissement de Bpifrance dans Kyoto TopCo	83
6.3.	Pacte d'associés entre Kyoto LuxCo 1 et Bpifrance <i>via</i> ETI 2020	84
6.4.	<i>Management package</i> aux bornes de Kyoto TopCo	86
6.5.	Mécanisme d'intéressement des salariés	89
6.6.	Engagements d'apport à l'Offre	89
6.7.	Appréciation générale des Accords et Opérations Connexes	90
6.8.	Examen des conditions du prêt d'associé	90
7.	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES DÉTENTEURS DE TITRES</u>	90
8.	<u>SYNTHÈSE</u>	91
9.	<u>CONCLUSION</u>	92
	<u>ANNEXES</u>	93

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accord d'Investissement	Accord d'investissement conclu le 13 mai 2022 entre Kyoto LuxCo 1 et ETI 2020 géré par Bpifrance
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF
Action(s)	Action(s) d'Albioma
Actionnaires	Actionnaires d'Albioma
Actions de Performance	Actions de performance attribuées par le Conseil d'Administration dans le cadre de plans d'attribution gratuites d'Actions
Actions de Performance Indisponibles	Actions de Performance en période d'acquisition ou de conservation
Actions Exclues	Titres non visés par l'Offre
ADPa / PSa	Actions de préférence de la Holding à rendement fixe incluses dans le <i>Mix Pari Passu</i>
ADPb / PSb	Actions de préférence gratuites de la Holding souscrites par les Managers leur conférant un droit de partage de la plus-value de Sortie avec l'Investisseur
AGA	Actions de performance
AMF	Autorité des marchés financiers
AO / OS	Actions ordinaires de la Holding
ANR	Actif net réévalué
Apport Bpifrance	Investissement <i>pari passu</i> de Bpifrance avec Kyoto LuxCo 1 au capital de la Holding
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Avis Motivé	Avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre préalable au dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse
Bpifrance	Bpifrance Investissement
Biomasse Thermique	Secteur opérationnel du Groupe englobant les centrales thermiques fournissant une production d'énergie électrique et de vapeur à base de biomasse
bp(s)	Point(s) de base
BSAAR	Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables émis par la Société
<i>Business Plan</i> Groupe 2022-2026	Données budgétaires et prévisionnelles à moyen terme à l'échelle du Groupe
CA	Chiffre d'affaires
CAPPC	Chiffre d'affaires à taux de change, prix du combustible et périmètre constants
Capex	<i>Capital expenditure</i>

Capex de Développement	Capex nécessaires à la conservation des centrales, à la prolongation des Projets en cours et au démarrage de nouveaux Projets
Capex d'Exploitation	Capex nécessaires au maintien des installations existantes
Cible	Albioma
CMPV	Cours moyen pondéré par les volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation de l'Avis Motivé
Comité de Surveillance	Comité de Surveillance de la Holding
Communiqué	Communiqué de presse conjoint d'Albioma et de KKR du 28 avril 2022 annonçant l'Offre
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration d'Albioma
Conseils	Conseils financiers et conseils juridiques
Conseils financiers	JP Morgan (Albioma) Société Générale (KKR)
Conseils juridiques	Darros Villey Maillot Brochier (Albioma) Bredin Prat (KKR)
CRE	Commission de régulation de l'énergie
Dates de Référence	7 mars 2022 et 27 avril 2022
D&A	<i>Depreciation and Amortization</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DCF Multiple de Sortie	Modèle DCF intégrant à l'horizon 2025 une valeur terminale calculée sur la base d'un multiple de sortie
DCF 2026	Modèle DCF construit sur la Période Explicite
DCF 2031	Modèle DCF construit sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DDM 2026	Modèle DDM construit sur la Période Explicite
DDM 2031	Modèle DDM construit sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	Management de la Société
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
Établissement Présentateur	Société Générale
Évaluation	Évaluation multicritère de l'Action

Expert Indépendant	Ledouble
FCF	<i>Free Cash Flow</i>
Géothermie	Production d'énergie à partir de la chaleur puisée en sous-sol
Groupe	Société et ses filiales
GW	Gigawatt
GWh	Gigawatt heure
Holding	Kyoto TopCo
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Kyoto BidCo
Investisseur	KKR
Iso-multiple d'EBITDA	Multiple d'EBITDA de 12,7x induit par le Prix de l'Offre
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.
Ledouble	Ledouble SAS
Managers	Certains cadres et dirigeants de la Société bénéficiaires du Plan
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
<i>Mix Pari Passu</i>	Investissement <i>pari passu</i> en AO et ADPa des associés de la Holding
MW	Mégawatt
MWc	Mégawatt-crête
MWh	Mégawatt heure
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat initiée par Kyoto BidCo sur les Titres
Offre Réouverte	Offre réouverte conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF
Options	Option d'Achat et Option de Vente
Option d'Achat	Option d'achat par laquelle le détenteur s'engage irrévocablement à vendre à l'Initiateur ses Actions de Performance Indisponibles à la demande de l'Initiateur
Option d'Achat Manager	Option d'achat sur les ADPb détenue par chaque Manager en cas de départ
Option de Vente	Option de vente par laquelle l'Initiateur s'engage à acquérir auprès du détenteur les Actions de Performance Indisponibles
Option de Vente Manager	Option de vente sur l'ensemble des titres de la Holding détenus par chaque Manager

Option de Vente BPI	Option de vente au profit de Bpifrance sur les Titres détenus au sein de la Holding
Pacte d'Associés	Pacte à conclure aux termes du <i>Reinvestment TermSheet</i> et de l'Accord d'Investissement
Périmètre Existant	Actifs inclus dans le Plan d'Affaires Séries longues
Période d'Extrapolation	Période d'extrapolation de la Période Explicite 2027-2031
Période de Liquidité d'Achat	Période de liquidité durant laquelle le détenteur d'une Option d'Achat peut l'exercer
Période d'Option de Vente	Période subséquente à la Période de Liquidité d'Achat durant laquelle l'Initiateur s'engage à acquérir auprès du détenteur les Actions de Performance Indisponibles
Période Explicite	Période de prévisions du <i>Business Plan</i> Groupe 2022-2026
Plan	<i>Management package</i> destiné aux Managers
Plan d'Affaires Séries longues	Projections sous-tendant les tests de dépréciation annuels des actifs
Prix de l'Offre	Prix de l'Offre pour l'Action et le BSAAR
Prix de l'Offre de l'Action	50,00 €
Prix de l'Offre du BSAAR	29,10 €
Projets	Projets identifiés dans le Plan d'Affaires Séries longues
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 13 mai 2022
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse déposé par la Société auprès de l'AMF le 30 mai 2022
Q&A	Questions-réponses
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
<i>Reinvestment Term Sheet</i>	<i>Term Sheet</i> conclu le 20 avril 2022 entre Kyoto LuxCo 1 et ETI 2020 géré par Bpifrance
Réserve	Constitution d'une réserve à hauteur de 10% du <i>Mix Pari Passu</i> et des ADPb concernant les Managers afin de permettre à des salariés du Groupe de rejoindre le dispositif dont les Managers bénéficient aux termes du Plan
Seuil de Caducité	Seuil de caducité de l'Offre prévu à l'article 231-9 I 1° du règlement général de l'AMF
Seuil de Renonciation	Seuil de renonciation de l'Offre correspondant à 50,01% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société
Société	Albioma

Solaire	Secteur opérationnel du Groupe correspondant à la production d'énergie à partir de panneaux photovoltaïques
Sortie	Cession entraînant un changement de contrôle de la Holding ou introduction en bourse des titres de la Holding sur un marché réglementé européen ou sur Euronext Growth
SOTP	<i>Sum of the parts</i>
<i>Term Sheet</i> de Plan	<i>Term Sheet</i> conclu le 12 mai 2022 en vue de la mise en place d'un plan d'investissement des Managers au niveau de la Holding (<i>management package</i>)
Titres	Actions et BSAAR
TOA	<i>Tender Offer Agreement</i> conclu le 27 avril 2022 entre la Société et l'Initiateur
USD	US dollars

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 27 avril 2022 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Albioma (la « **Société** » ou la « **Cible** ») en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique d'achat (l' « **Offre** ») initiée par Kyoto BidCo (l' « **Initiateur** »), société indirectement contrôlée par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. et ses sociétés affiliées (ensemble « **KKR** »).

L'Initiateur a déposé le 13 mai 2022 son projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l' « **Attestation d'Équité** »), pour les Actionnaires ainsi que les détenteurs de Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (le ou les « **BSAAR** »), au regard des conditions financières de l'Offre résumées dans le communiqué de presse conjoint d'Albioma et de KKR du 28 avril 2022 (le « **Communiqué** »), soit en ce qui concerne le prix de l'Offre proposé par KKR pour l'action Albioma (l' « **Action** ») et le BSAAR (le « **Prix de l'Offre** ») :

- 50,00 € par Action (le « **Prix de l'Offre de l'Action** »), dividende détaché ;
- 29,10 € par BSAAR (le « **Prix de l'Offre du BSAAR** »).

Le Communiqué fait suite à l'annonce par la Société, en date du 9 mars 2022, de discussions préliminaires avec KKR.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07¹ et n°2006-08², ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15³.

Comme mentionné dans le Communiqué et conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition d'un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc**⁴ ») en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre (l' « **Avis Motivé** »).

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 27 avril 2022, la Société nous a adressé⁵ une lettre de mission en date du 3 mai 2022 précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre de mission, figurant en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ de :

¹ « Offres publiques d'acquisition »

² « Expertise indépendante ».

³ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

⁴ Le Comité Ad Hoc est constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, en la personne de M. Pierre Bouchut qui le préside, M. Jean-Carlos Angulo et M. Frank Lacroix, auxquels se joint M. Frédéric Moyne, Président Directeur Général de la Société, en sa qualité d'administrateur.

⁵ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

- l'article [261-1](#) I 2^o, 4^o et 5^o du règlement général de l'AMF, comme mentionné dans le Communiqué ; et
- l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que de leurs conseils financiers et juridiques respectifs⁹ (les « **Conseils** ») et de l'établissement présentateur¹⁰ de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »)¹¹.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur¹² ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

⁶ Les dirigeants de la Société ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance.

⁷ Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

⁸ L'Offre portant sur des instruments financiers de catégories différentes (Actions et BSAAR).

⁹ Pour Albioma : J.P. Morgan (conseil financier) ; Darrois Villey Maillot Brochier AARPI (conseil juridique).

Pour KKR : Société Générale (conseil financier) ; Bredin Prat (conseil juridique).

¹⁰ Société Générale qui, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

¹¹ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

¹² Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

Nos diligences ont consisté :

- d'une part, en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de l'Action et du BSAAR (les « **Titres** ») ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre de l'Action et du Prix de l'Offre du BSAAR par rapport aux résultats de cette évaluation, en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre ;
- d'autre part, à vérifier l'absence d'éléments, dans les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires et des détenteurs de BSAAR.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc et du Conseil d'Administration, ainsi que des représentants de l'Initiateur et des Conseils¹³, ont porté notamment sur :

- la compréhension du modèle économique du Groupe qui repose sur la coordination de sociétés de projets ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant la Société ;
- l'examen de la documentation mise à la disposition des commissaires aux comptes et du Comité d'audit dans le cadre de la clôture annuelle des comptes consolidés de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration ainsi que des décisions prises en assemblée générale des actionnaires ;
- l'examen des travaux réalisés par les Conseils pour les besoins de l'Offre ;
- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives aux activités exercées par le Groupe dans son environnement concurrentiel ;
- la revue des performances opérationnelles du Groupe ;
- la lecture des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action et l'exploitation du consensus qui s'en dégage à moyen terme¹⁴ ;
- l'analyse de la liquidité et de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action sur une longue période ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;

¹³ Incluant l'Établissement Présentateur.

¹⁴ Nous avons également contacté certains analystes en charge du suivi de l'Action, afin de comprendre leurs objectifs de cours.

- l'étude de la contribution des secteurs opérationnels¹⁵ à l'activité, à la rentabilité et à la structure bilantielle du Groupe, par référence notamment au document d'enregistrement universel incluant le rapport financier de l'exercice 2021 (« **DEU 2021** ») ;
- l'examen approfondi, en relation avec nos interlocuteurs, des données budgétaires et prévisionnelles à moyen terme à l'échelle du Groupe, et la mise en perspective de ces projections avec l'historique des comptes consolidés et des *Business Plans* antérieurs ainsi que les analyses de marché concernant les énergies renouvelables ;
- l'évaluation multicritère du Groupe et des Titres ;
- la revue des travaux menés par l'Établissement Présentateur, que nous avons comparés avec notre valorisation multicritère des Titres ;
- l'étude des modalités de financement de l'Offre et de la documentation y afférente ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes ;
- la lecture d'ensemble des projets de Notes d'Information de l'Initiateur et de Note d'Information en Réponse de la Société dans le processus de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et des conditions financières de l'Offre au regard de la valorisation multicritère des Titres, ainsi que des Accords et Opérations Connexes.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu auprès de la Direction et des représentants de KKR (l'« **Investisseur** ») confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'Avis Motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse de Société dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

¹⁵ « France – Biomasse Thermique », « France – Solaire », « Brésil », « Holding et Autres ».

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Opération ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation des Titres (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation des Titres par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- les observations formulées par des détenteurs de Titres (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€)¹⁶.

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹⁶ Le cas échéant milliards de dollars (Md\$).

2. Présentation de l'Offre

2.1. Société prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Albioma est une société anonyme sise 77, Esplanade du Général de Gaulle, Tour Opus 12, à Paris La Défense (92081) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nanterre sous le numéro 775 667 538. Son capital s'établit à 1.246.040,68 € et se compose de 32.364.693¹⁷ Actions d'une valeur nominale unitaire de 0,0385 €, représentatives de 32.364.693 droits de vote théoriques¹⁸.

Les Actions Albioma sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A¹⁹) ; la couverture de l'Action est assurée par un nombre limité d'analystes (§ 4.3.3). Les BSAAR, émis par la Société en 2018 et dont la période d'exercice et de liquidité s'est ouverte le 6 décembre 2021, sont cotés sur le marché Euronext Growth Paris²⁰.

Le capital de la Société est relativement atomisé, dans la mesure où, hors part du capital détenue par le public, qui en représente en masse 60,6%, les participations des Actionnaires n'excèdent pas 6,9% (§ 2.3.1).

Le Groupe, qui exerce ses activités historiques en Outre-mer français, à l'Île Maurice et au Brésil, dans la production d'énergie renouvelable au moyen de la biomasse thermique et du photovoltaïque, a acquis en Turquie une participation majoritaire dans une société de production d'électricité à partir de géothermie (Gümüşköy) en 2021, et une deuxième centrale de géothermie (à Kuyucak) dont il est devenu l'actionnaire unique en 2022 ; sa capacité de production installée est d'environ 1,0 GW, et son effectif compte près de 700 personnes.

2.1.2. Initiateur

Kyoto BidCo est une société par actions simplifiée à associé unique²¹, sise 27 avenue de l'Opéra, à Paris (75001) et immatriculée depuis le 11 mars 2022 au RCS de Paris sous le numéro 911 295 533 ; créée pour les besoins de l'Offre et contrôlée indirectement par des fonds d'investissement et des comptes sous gestion distincte conseillés et/ou gérés par KKR, son capital s'établit à date à 1 €.

KKR²² est une société d'investissement mondiale de premier plan ayant plus de 40 ans d'expérience en matière de gestion d'actifs, de marchés de capitaux et d'assurances.

¹⁷ Nombre total d'Actions et de droits de vote théoriques au [30 avril 2022](#) et au 6 mai 2022 (§ 2.3.1).

¹⁸ Nombre de droits de vote théoriques calculé conformément à l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF.

¹⁹ Code ISIN : FR0000060402, mnémonique : ABIO.

²⁰ Code ISIN : FR0013368438, mnémonique : ABIBS.

²¹ Le capital de Kyoto BidCo a été initialement souscrit en qualité d'associé unique par KKR Global Infrastructure Investors IV (USD) SCSp, société en commandite spéciale, sise 2, rue Edward Steichen au Luxembourg (L-2540), immatriculée auprès du RCS de Luxembourg sous le numéro B246696, étant précisé que :

- l'associé unique de Kyoto BidCo est désormais Kyoto MidCo, société par actions simplifiée au capital de 1 €, sise 27 avenue de l'Opéra à Paris (75001) et immatriculée depuis le 30 mars 2022 au RCS de Paris sous le numéro 911 971 471 ;
- l'associé unique de Kyoto MidCo est Kyoto TopCo, société par actions simplifiée au capital de 1 €, sise 27 avenue de l'Opéra à Paris (75001) et immatriculée depuis le 30 mars 2022 au RCS de Paris sous le numéro 911 975 795 ;
- Kyoto TopCo est l'entité faîtière de la structure de reprise des Titres en France (§ 2.8).

²² Société d'investissement américaine sise Suite 302, 4001 Kennett Pike, Wilmington, Comté de New Castle, DE, 19807, enregistrée dans l'état du Delaware sous le numéro 2125720.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

2.2.1. Contexte et objectifs de l'Offre

L'Offre, dont les motifs sont résumés dans le Communiqué et détaillés dans le Projet de Note d'Information, s'insère dans la stratégie d'investissement dans les infrastructures d'énergies renouvelables déployée par KKR, notamment en France, au travers de l'acquisition d'acteurs de la transition énergétique.

2.2.2. Termes de l'Offre

Comme indiqué dans le Communiqué (§ 1) :

- L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire²³ :
 - au Prix de l'Offre de l'Action de 50,00 €, dividende détaché²⁴ ;
 - au Prix de l'Offre du BSAAR de 29,10 €²⁵ ;
- Bpifrance Investissement (« **Bpifrance** »), actionnaire de la Société depuis 2016 et qui détient 5,03% de son capital, a l'intention de faire apport à l'Initiateur d'une partie de ses Actions au Prix de l'Offre²⁶ ; l'autre partie des Actions détenues par Bpifrance sera apportée à l'Offre (§ 2.8) ;
- Albioma et KKR²⁷ ont conclu le 27 avril 2022 un accord de soutien à l'Offre (le « *Tender Offer Agreement* » ou « **TOA** ») par lequel KKR s'engage à déposer l'Offre soumise à Albioma et Albioma s'engage à coopérer à l'Offre de KKR.

²³ Dans l'hypothèse où, entre la date du Projet de Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (incluse), la Société procède sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de réserves, de primes ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) autre que le dividende proposé par la Société pour l'année 2021 de 0,84 € par Action (payable en 2022 en numéraire), ou (ii) un remboursement ou une réduction de son capital social et, dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, le Prix de l'Offre de l'Action et le Prix de l'Offre du BSAAR seront ajustés en conséquence, sur une base à l'euro l'euro, pour tenir compte de cette opération, étant précisé que dans l'hypothèse où l'opération aurait lieu entre la date de règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Réouverte sera ajusté.

De même, dans l'éventualité où les termes et conditions des BSAAR seraient modifiés entre la date du Projet de Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (incluse), le Prix de l'Offre du BSAAR sera ajusté.

²⁴ Le dividende de 0,84 € par Action au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021 sera détaché le 9 juin 2022 et mis en paiement le 13 juin 2022 (§ 4) ; il sera payé exclusivement en numéraire, l'option pour un paiement en actions qui prévalait au titre des exercices antérieurs étant écartée, compte tenu de la signature, le 27 avril 2022, d'un accord de soutien à l'offre publique d'achat envisagée par KKR.

²⁵ Le Prix de l'Offre du BSAAR (29,10 €) découle du Prix de l'Offre de l'Action (50,00 €), minoré du prix d'exercice des BSAAR (20,90 €), étant précisé que chaque BSAAR donne le droit à souscrire à une Action au prix d'exercice.

²⁶ L'investissement de Bpifrance aux côtés de KKR s'entend sous réserve notamment de l'accomplissement des procédures KYC (« *Know Your Customer* ») de façon satisfaisante pour Bpifrance, de la remise par le Conseil d'Administration de son Avis Motivé, et de la publication des résultats de l'Offre par l'AMF si, sur la base des résultats de l'Offre et en tenant compte des Actions objet de l'Apport Bpifrance comme étant apportées à l'Initiateur, le seuil d'acceptation prévu à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF et le Seuil de Renonciation (s'il n'a pas fait l'objet d'une renonciation par l'Initiateur) sont atteints (§ 2.5 et § 6.2).

²⁷ Via Kyoto BidCo en tant qu'Initiateur.

Conformément aux articles [232-1](#) à [232-4](#) du règlement général de l'AMF :

- l'Offre sera réalisée dans le cadre de la procédure normale et ouverte sur une période de [25 jours](#) de négociation, étant précisé qu'elle sera suivie, si les conditions sont réunies, de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (§ 2.6) ;
- l'Offre sera réouverte en cas de succès acté par le franchissement du Seuil de Caducité et du Seuil de Renonciation tels que précisés *infra* (§ 2.5) (l' « **Offre Réouverte** »).

2.3. Périmètre de l'Offre²⁸

2.3.1. Répartition du capital et des droits de vote

Le Projet de Note d'Information de l'Initiateur²⁹ fait état de la répartition du capital et des droits de vote théoriques suivante, sur la base d'un capital composé de 32.285.221 Actions représentant autant de droits de vote théoriques au 30 avril 2022 :

Répartition du capital et des droits de vote théoriques

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote théoriques
Brown Capital Management LLC	2 232 815	6,92%	6,92%
Impala SAS	1 941 154	6,01%	6,01%
Compagnie Financière Européenne de Prises de Participation	1 956 831	6,06%	6,06%
Bpi France	1 624 791	5,03%	5,03%
Caisse des dépôts et des consignations (CDC) et affiliés	1 528 385	4,73%	4,73%
Kabouter Management LLC	979 414	3,03%	3,03%
Salariés	865 543	2,68%	2,68%
BlackRock	850 576	2,63%	2,63%
Financière de l'Échiquier	474 301	1,47%	1,47%
Administrateurs (hors Bpifrance) et cadres	122 004	0,38%	0,38%
Auto-détention	144 853	0,45%	0,45%
Public	19 564 554	60,60%	60,60%
Total	32 285 221	100%	100%

Les instruments donnant accès au capital de la Société comprennent³⁰ :

- les BSAAR émis en décembre 2018 au profit de salariés de la Société, de ses filiales et du Directeur Général, dont la période d'exercice et de liquidité s'est ouverte le 6 décembre 2021 (§ 2.1.1) ; sur un total de 1.071.731 BSAAR émis à la souscription :
 - 99.841 BSAAR ont été exercés au 31 décembre 2021, soit un solde de 971.890 BSAAR en circulation à fin 2021 ;
 - 285.407 BSAAR ont été exercés depuis lors, soit un solde de 686.483 BSAAR en circulation au 30 avril 2022 ;

²⁸ Par référence à la situation du capital et des droits de vote théoriques de la Société présentée dans le Projet de Note d'Information.

²⁹ Projet de Note d'Information, § 1.1.2 « Répartition du capital et des droits de vote de la société en date du 30 avril 2022 », p. 9.

³⁰ Projet de Note d'Information, § 2.3 « Nombre et nature des Titres visés par l'Offre », p. 19-22.

- des Actions attribuées par le Conseil d'Administration, dans le cadre de cinq plans d'attribution gratuite d'actions de performance (les « **Actions de Performance** » ou « **AGA** »), soit sur un total de 1.398.233 Actions de Performance attribuées entre 2018 et 2021³¹ ainsi qu'en 2022³² :
 - 743.436³³ Actions de Performance en cours d'acquisition, et
 - 204.709 Actions de Performance dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la date de clôture estimée de l'Offre.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information en Réponse de la Société³⁴, l'exercice de BSAAR depuis le 30 avril 2022 a porté de 32.285.221 à 32.364.693 le nombre d'Actions et de droits de vote théoriques de la Société, soit au 23 mai 2022 un capital de 1.246.040,68 € (§ 2.1.1).

2.3.2. Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur :

- d'une part, l'ensemble des Actions :
 - déjà émises autres que les **1.514.353 Actions Exclues**³⁵ déjà émises ou qui seront émises à la clôture de l'Offre, telles que définies *infra* (§ 2.3.3), soit **30.770.868 Actions** ;
 - susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des BSAAR, soit un nombre maximum de **686.483 Actions** ;
- d'autre part, l'ensemble des BSAAR en circulation, soit un nombre maximum de **686.483 BSAAR**.

2.3.3. Titres non visés par l'Offre

L'Offre ne porte pas sur :

- les **1.164.791 Actions** détenues par Bpifrance, destinées à être apportées à l'Initiateur (2.8) ;
- les **144.853 Actions** auto-détenues (§ 2.3.1) ;
- les Actions de Performance Indisponibles telles que définies *infra* (§ 2.8), correspondant aux 743.436 Actions de Performance en cours d'acquisition, et aux 204.709 Actions de Performance en cours de conservation (§ 2.3.1), soit un nombre maximum de **948.145 Actions**.

Les Titres non visés par l'Offre représentent donc un nombre maximum de **2.257.789 Actions** émises ou susceptibles d'être émises (les « **Actions Exclues** »).

³¹ 224.977 AGA en 2021 ; 303.971 AGA en 2020 ; 305.420 AGA en 2019 ; 309.600 AGA en 2018.

³² 254.265 AGA en 2022.

³³ 253.485 AGA au 1^{er} mars 2025 (plan 2022) ; 210.197 AGA au 3 mars 2024 (plan 2021) ; 279.754 AGA au 2 mars 2023 (plan 2020).

³⁴ Projet de Note d'Information en Réponse, § 1 « Présentation de l'Offre », p. 5.

³⁵ 1.164.791 Actions détenues par Bpifrance + 144.853 Actions auto-détenues + 204.709 Actions de Performance en cours de conservation.

2.4. Financement de l'Offre³⁶

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux Actionnaires et détenteurs de BSAAR ayant apporté leurs Titres à l'Offre s'élèverait à 1.558,5 M€³⁷ (hors frais et commissions liés à l'Offre).

L'Offre sera financée en partie au moyen d'apports en capital et de compte courant d'associé par la souscription d'une dette d'acquisition d'un montant maximum en principal de 425,0 M€, et pour le solde par injection, par l'actionnaire de l'Initiateur, de capitaux propres et de prêts d'actionnaire.

2.5. Conditions de réalisation de l'Offre

Comme mentionné dans le Communiqué :

- la réalisation de l'Offre est soumise, outre la condition d'acceptation minimale obligatoire prévue à l'article 231-9 I 1° du règlement général de l'AMF (le « **Seuil de Caducité** »), à une condition d'acceptation minimale selon laquelle l'Investisseur, *via* l'Initiateur, obtiendrait un nombre d'Actions représentant au moins 50,01% du capital social et des droits de vote théoriques (le « **Seuil de Renonciation** »)³⁸, l'objectif de l'Initiateur étant le succès de l'Offre par la prise de contrôle de la Société ;
- la réalisation de l'Offre reste également soumise à l'approbation de la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations, et l'ouverture de l'Offre à l'obtention des autorisations de contrôle des investissements étrangers en France et en Espagne ;
- aux termes du TOA, l'Initiateur s'est engagé à payer à Albioma la somme de 10 M€ dans le cas où l'Offre ne serait pas déposée ou si les autorisations réglementaires requises n'étaient pas obtenues³⁹.

2.6. Retrait obligatoire et radiation des Titres⁴⁰

Comme mentionné dans le Communiqué, l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Titres, sous réserve d'atteindre 90% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte ; en cas de retrait obligatoire, les Titres seraient radiés du marché réglementé Euronext Paris.

Dans le cas où ce seuil ne serait pas atteint, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, préalablement au dépôt d'une nouvelle offre suivie, si les conditions sont réunies, d'un retrait obligatoire, dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

³⁶ Projet de Note d'Information, § 2.13 « Financement de l'Offre », p. 29.

³⁷ Nombre de Titres visés par l'Offre : [30.770.868 Actions (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre de l'Action (dividende détaché) : 50,0 €] + [686.483 BSAAR (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre du BSAAR : 29,10 €].

³⁸ Projet de Note d'Information, § 2.5 « Conditions de l'Offre », p. 23-24.

³⁹ Réciproquement Albioma s'engage à payer à l'Initiateur la somme de 10 M€ dans l'hypothèse où une offre concurrente serait déposée et connaîtrait une suite positive.

⁴⁰ Projet de Note d'Information, § 1.2.7 « Intentions concernant le retrait obligatoire », p. 12.

2.7. Synergies

Eu égard à son profil financier et son statut de holding ayant pour seul objet la prise de participation et la gestion de la Société (§ 2.1.2), l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société à l'issue de l'Offre⁴¹ ; l'Offre s'inscrit en définitive dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société⁴².

À l'appui des motifs de l'Offre⁴³, l'Investisseur déclare vis-à-vis du Groupe :

- soutenir son ambition d'investir dans la transition énergétique des départements d'Outre-mer français ;
- mettre à sa disposition son expertise opérationnelle⁴⁴ et ses ressources financières pour contribuer à l'accélération de son expansion à l'international ;
- collaborer avec ses équipes pour l'accompagner dans la réalisation et l'accélération de sa stratégie.

2.8. Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes, que nous avons analysés *infra* (§ 6), se rapportent aux dispositions concernant :

- la liquidité sur les Actions de performance en période d'acquisition ou de conservation (les « **Actions de Performance Indisponibles** ») ;
- aux termes d'un accord entre Kyoto LuxCo 1 et le fonds ETI 2020 géré par Bpifrance, l'apport à l'Offre par Bpifrance, d'une part, et l'investissement de Bpifrance aux côtés de l'Investisseur *via* Kyoto LuxCo 1, d'autre part, portant sur les 1.624.791 Actions détenues par Bpifrance (§ 2.3.1), respectivement dans les proportions suivantes :
 - apport à l'Offre de 460.000 Actions au Prix de l'Offre ;
 - apport à l'Initiateur, lors du règlement-livraison de l'Offre, du solde de 1.164.791 Actions au Prix de l'Offre, en échange de titres de l'Initiateur (§ 2.2.2), dans le cadre d'un investissement *pari passu* avec Kyoto LuxCo 1 au capital de Kyoto TopCo⁴⁵ (la « **Holding** ») ;
- le pacte d'associés à conclure entre Kyoto LuxCo 1 et Bpifrance *via* ETI 2020 en cas de succès de l'Offre ;
- le *management package* aux bornes de la Holding et les mécanismes d'intéressement des salariés de la Société dans le cadre de l'Offre ;
- les engagements d'apport à l'Offre.

⁴¹ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Synergies – Gains économiques », p. 11.

⁴² Projet de Note d'information, § 1.2.1 « Stratégie industrielle, commerciale et financière », p. 10.

⁴³ Projet de Note d'Information, § 1.1.1 « Contexte et motifs de l'Offre », p. 7-8.

⁴⁴ Compte tenu notamment de la présence de sociétés du secteur énergétique dans son portefeuille de participations (§ 2.2.1).

⁴⁵ Les titres émis par Kyoto BidCo au profit de Bpifrance seront ensuite apportés à Kyoto MidCo, entité intermédiaire contrôlant l'Initiateur, en échange de titres Kyoto MidCo qui seront eux-mêmes apportés à Kyoto TopCo, entité faîtière de la structure de reprise des Titres en France, en échange de titres Kyoto TopCo (étant entendu que l'ordre des apports pourrait néanmoins être inversé).

Il ne nous a pas été signalé d'autres Accords et Opérations Connexes, et nos travaux n'en ont pas identifié.

Conformément aux dispositions du TOA, seront en outre mis en place par l'Initiateur :

- un prêt intragroupe d'un montant maximum de 143 M€ en cas de succès de l'Offre, en vue notamment du remboursement par la Société du *Sustainability-Linked Euro PP* qu'elle a émis en décembre 2020 à hauteur de 100 M€ (§ 3.1.2.1) ;
- le cas échéant, une ligne RCF⁴⁶ d'un montant minimum de 60 M€ pour permettre à la Société de rembourser son propre crédit *revolving* (§ 3.1.2.10).

⁴⁶ *Revolving Crédit Facility*.

3. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons, ci-après, l'historique et les activités du Groupe (§ 3.1) en lien avec l'évolution de son environnement et les tendances de marché (§ 3.2), ainsi que ses performances historiques (§ 3.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principales caractéristiques du Groupe et de son environnement, pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

3.1. Historique et activités du Groupe

Albioma et ses filiales exercent leurs activités historiques en Outre-mer français (La Réunion, Guadeloupe, Guyane, Martinique, Mayotte), au Brésil, à l'Île Maurice et, plus marginalement en France métropolitaine ainsi qu'en Espagne et en Italie, dans la production d'énergie renouvelable, au moyen de la **biomasse thermique** (valorisation de la bagasse, résidu fibreux de la canne à sucre), et du **solaire** (exploitation de panneaux photovoltaïques). Le Groupe a par ailleurs procédé récemment à deux acquisitions en Turquie dans le domaine de la **géothermie** (transformation de la chaleur en provenance du sous-sol).

L'ensemble de ces activités, auxquelles s'ajoute une structure holding, regroupent plusieurs segments opérationnels :

- **France – Biomasse Thermique** : centrales thermiques fournissant une production d'énergie électrique et de vapeur dans les départements d'Outre-mer ;
- **France – Solaire** : parcs de panneaux photovoltaïques exploités en France, en Espagne et en Italie (Europe du Sud), et vente d'installations et de panneaux photovoltaïques à des tiers ou à des co-entreprises pour la quote-part détenue par des tiers ;
- **Brésil** : activités de développement, de holding et d'exploitation de centrales thermiques ;
- **Holding et Autres** : activités fonctionnelles d'Albioma, centrales thermiques fournissant une production d'énergie électrique à l'Île Maurice et centrales de géothermie fournissant une production d'énergie électrique en Turquie.

Albioma est issu de la fusion en 2001 de Séchilienne (filiale d'Air Liquide) et de Sidec. Renommée Albioma en 2013, la Société est devenue un producteur d'énergie électrique indépendant.

Les étapes marquantes du développement du Groupe, ponctué depuis trente ans par le déploiement de l'outil industriel de valorisation énergétique de la bagasse, et depuis une quinzaine d'années par l'essor des centrales et installations⁴⁷ photovoltaïques, ont été les suivantes⁴⁸ :

⁴⁷ Panneaux en toitures, sur hangars agricoles et industriels.

⁴⁸ DEU 2021, p. 6.

- **1982** : Naissance de Sidec ;
- **1992** : Création d'Albioma Bois-Rouge (La Réunion) et lancement de l'activité de valorisation de la bagasse ;
- **1994** : Séchilienne, filiale d'Air Liquide, entre au capital ;
- **1995** : Création d'Albioma Le Gol (La Réunion) ;
- **1998** : Lancement d'Albioma Le Moule (Guadeloupe) ;
- **2000** : Création de Terragen (Île Maurice) ;
- **2001** : Séchilienne fusionne avec Sidec ;
- **2004** : Première installation d'éolienne ;
- **2005** : Sortie d'Air Liquide et entrée de Financière Hélios (Apax Partners et Altamir) au capital ;
- **2006** : Première installation photovoltaïque ;
- **2007** : Inauguration de Galion 1 (Martinique) ;
- **2011** : Construction d'une nouvelle tranche thermique en Guadeloupe ;
- **2013** : Cession de l'activité dans l'Éolien – Séchilienne-Sidec devient Albioma ;
- **2014** : Acquisition de la première centrale au Brésil (Rio Pardo) ;
- **2015** : Acquisition d'une participation majoritaire dans une seconde unité au Brésil (Codora) – Apax Partners sort du capital, Altamir devient le premier actionnaire d'Albioma ;
- **2016** : Lancement des travaux de mise en conformité IED⁴⁹ ;
- **2018** : Altamir sort du capital ; Impala devient actionnaire d'Albioma – Acquisition d'Eneco France, devenue Albioma Solaire France – Acquisition de la centrale d'Esplanada (Brésil) – Mise en service de Galion 2 (Martinique) ;
- **2019** : Mise en service de la centrale TAC⁵⁰ Saint Pierre fonctionnant au bioéthanol (La Réunion) ;
- **2020** : Démarrage de la transition de la centrale Bois-Rouge au 100% biomasse – Mise en service de la centrale de Vale do Paraná 100% biomasse (Brésil) – Émission du premier emprunt *Sustainability-Linked Euro PP* (conditionné par l'atteinte d'objectifs de part de production renouvelable dans la production totale d'énergie du Groupe) pour un montant de 100 M€ – Albioma entre dans l'indice SBF 120 ;
- **2021** : Acquisition de la centrale géothermique de Gümüşköy en Turquie ;
- **2022** : Acquisition de la centrale géothermique de Kuyucak en Turquie – Acquisition de l'usine de production de granulés de bois de La Granaudière au Canada dans la province du Québec (renommée Biomasse du Lac Taureau) ayant vocation à répondre aux besoins intra-Groupe de combustibles aux Antilles.

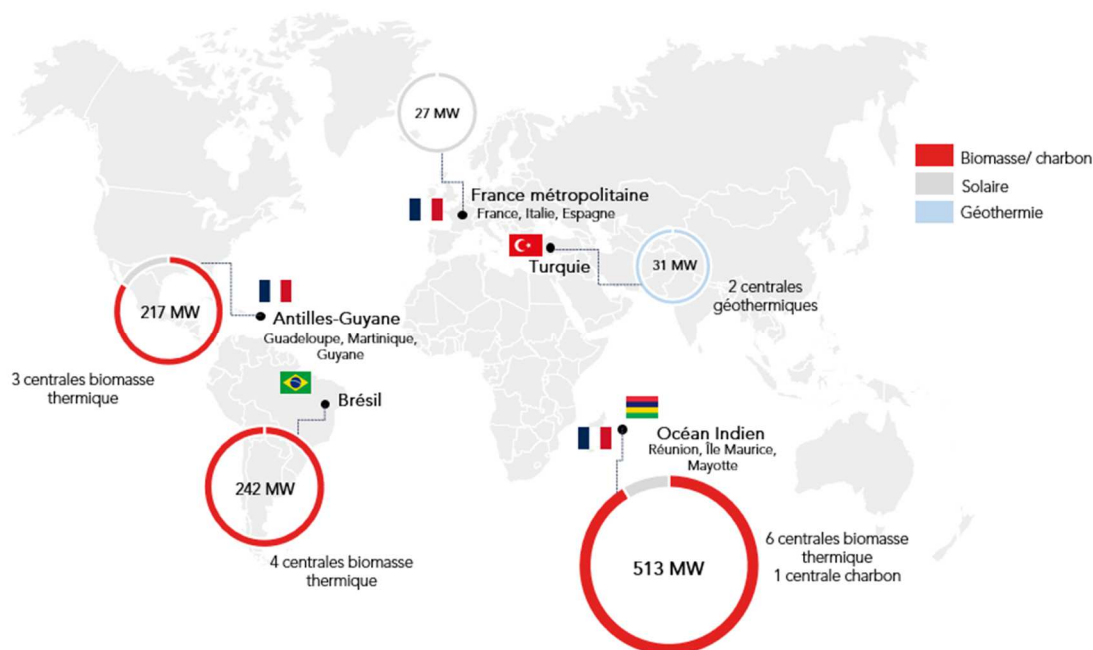
⁴⁹ Directive européenne 2010/75/UE relative aux émissions industrielles.

⁵⁰ Turbine à combustion.

3.1.1. Répartition géographique de la capacité de production

Fort de son développement à l'échelle de plusieurs continents, et d'un effectif de près de 700 personnes, le Groupe déploie une capacité brute totale de production (puissance installée) de 1.030 MW⁵¹ concentrée géographiquement dans l'Océan Indien, au Brésil et dans les Antilles-Guyane⁵² et, en termes d'activité, sur la biomasse qui implique l'utilisation de charbon en dehors des campagnes sucrières⁵³.

Répartition géographique de la capacité de production du Groupe



Source : Albioma, DEU 2021

3.1.2. Mix énergétique

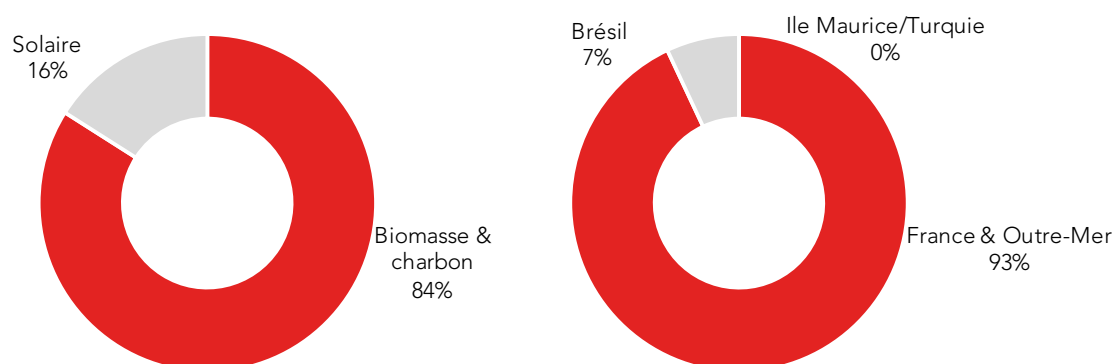
En tant que producteur d'énergie indépendant, Albioma combine les trois activités précitées, la géothermie exploitée en Turquie ne contribuant toutefois encore que très marginalement au chiffre d'affaires et à la rentabilité du Groupe mesurée par l'EBITDA, dont l'essentiel provient de l'Outre-mer et secondairement du Brésil.

⁵¹ DEU 2021, p. 10 et p. 27.

⁵² À titre indicatif, le Groupe, en parts de marché, représente 40% de l'électricité produite à La Réunion, 29% en Guadeloupe, 18% en Martinique et 45% à l'Île Maurice.

⁵³ En France et à l'Île Maurice, la durée des campagnes sucrières n'étant que de quatre à six mois, au cours desquels les centrales fonctionnent en cogénération avec la bagasse comme principal combustible, le recours au charbon s'impose pour leur fonctionnement en condensation classique durant l'intercampagne ; au Brésil, la durée plus longue des campagnes sucrières autorise un fonctionnement des centrales avec la bagasse pratiquement toute l'année (en dehors de la période de maintenance d'environ un mois).

Répartition de l'EBITDA par activité et par zone géographique en 2021



Source : Albioma, DEU 2021

3.1.2.1. Biomasse thermique

La **biomasse thermique** recouvre l'ensemble des sources d'énergie renouvelable dépendant du cycle de la matière vivante, végétale ou animale⁵⁴.

Cœur de métier d'Albioma, cette activité lancée dès 1992 (§ 3.1), totalise une puissance installée de **890 MW**⁵⁵, et positionne le Groupe en tant que premier opérateur mondial de biomasse à partir de la valorisation énergétique de la bagasse.

Son modèle économique circulaire est le fruit d'un partenariat avec les industriels du sucre :

- le Groupe réceptionne sur ses sites d'exploitation les livraisons de bagasse de ses partenaires sucriers ;
- la bagasse sert de combustible aux centrales générant de la vapeur et de l'électricité, dont une partie est distribuée aux partenaires sucriers en contrepartie de leurs livraisons, puis utilisée pour le fonctionnement des sucreries ;
- les centrales sont conçues pour utiliser l'intégralité de la matière reçue.

Le fonctionnement actuel des centrales sur les territoires ultramarins français et sur l'Île Maurice nécessite l'emploi du charbon sur une partie du cycle de production⁵⁶. Le Groupe s'est néanmoins engagé dans une transition stratégique visant à substituer intégralement à l'horizon 2025 le charbon par la biomasse sur ses installations historiques implantées à La Réunion et en Guadeloupe :

- les travaux de conversion d'une première tranche de la centrale Albioma Le Moule en Guadeloupe sont d'ores et déjà achevés et ceux de la centrale de Bois-Rouge à La Réunion ont commencé, l'abandon total du charbon étant prévu pour fin 2023⁵⁷ ;

⁵⁴ EDF, « [Qu'est-ce que la biomasse ?](#) », 2022.

⁵⁵ France (Outre-mer) : 453 MW ; Brésil : 242 MW ; Île Maurice : 195 MW. Albioma, « [Nos énergies renouvelables Biomasse](#) ».

⁵⁶ À la différence du Brésil, la campagne sucrière sur ces zones d'exploitation est trop courte pour assurer un fonctionnement en continu (§ 3.1.1).

⁵⁷ Information financière trimestrielle au [31 mars 2022](#), p. 2.

- les travaux de conversion de la centrale Albioma Le Gol à La Réunion débuteront en 2022, suite à la publication de la délibération de la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) validant l'avenant au contrat d'achat d'électricité et statuant sur le coût du projet complet de la conversion de cette centrale à la biomasse⁵⁸.

Cette conversion des centrales au « 100% biomasse », clef de voûte de la stratégie d'Albioma pour les prochaines années, devrait assurer le passage de la production à plus de 90% d'énergies renouvelables d'ici 2025 et à près de 100% d'ici 2030⁵⁹, étant précisé que les investissements consacrés à l'amélioration du mix énergétique ont d'ores et déjà permis d'augmenter de 31% en 2013 à 74% en 2021 la part de la production d'énergie renouvelable dans la production totale d'énergie du Groupe, le solde étant constitué de la production d'énergie d'origine fossile⁶⁰.

L'objectif d'un mix énergétique proche de 100% d'énergie renouvelable en 2030 a été scellé dès 2017⁶¹ et entériné dans le *Sustainability-Linked Euro PP* de 100 M€ émis par Albioma en décembre 2020, dont les caractéristiques sont liées au « verdissement » du mix énergétique à proportion de 80% en 2023, 90% en 2025 et 100% en 2030⁶². Il transparaît en outre au premier plan des huit engagements environnementaux⁶³, sociaux⁶⁴ et sociétaux⁶⁵ (« ESG ») du Groupe matérialisés dans son modèle d'affaires⁶⁶ et contribuant à la qualité de sa notation extra-financière⁶⁷.

3.1.2.2. Solaire

Avec un parc photovoltaïque dotée d'une puissance installée de **109 MWc**⁶⁸, Albioma se positionne comme un acteur de premier plan dans la production d'**énergie solaire** qui a débuté en 2006 (§ 3.1), tant en France métropolitaine avec l'acquisition en 2018 d'Eneco France devenue Albioma Solaire France, qu'en position de *leader* dans les départements et régions d'Outre-mer⁶⁹ ; le Groupe, qui y exploite de nombreuses installations, assure la construction des projets dont certains sont équipés d'une technologie de stockage d'énergie par batterie optimisant l'efficacité des panneaux solaires, l'entretien des générateurs et la gestion de la vente d'électricité.

⁵⁸ Information financière trimestrielle au [31 mars 2022](#), p. 2.

⁵⁹ Albioma, « [Il est temps de changer d'énergie ! L'essentiel 2021](#) », p. 5.

⁶⁰ Après conversion au « 100% biomasse » de la première tranche de la centrale Le Moule en Guadeloupe, et au regard de la contribution à l'amélioration du mix énergétique des centrales au Brésil et de la centrale géothermique de Gümüşköy en Turquie.

⁶¹ En accord avec le [Plan Climat](#) du gouvernement français.

⁶² Albioma, « [Sustainability-linked financing framework 2020](#) », p. 18.

⁶³ Agir pour la transition énergétique ; Utiliser durablement les ressources ; Préserver la biodiversité.

⁶⁴ Garantir la santé et la sécurité au travail ; Accompagner et motiver les collaborateurs dans la transformation de leurs métiers ; Agir pour l'égalité des chances.

⁶⁵ Renforcer les pratiques d'achats responsables ; Accroître notre implication auprès des communautés locales.

⁶⁶ DEU 2021, p. 7-8 et p. 50.

⁶⁷ Score ESG 2021 par V.E (anciennement VigeoEiris) : 63/100, classant Albioma quatorzième sur 66 entreprises de son secteur évaluées en Europe ; Score 2021 par CDP (anciennement Carbon Disclosure Project) : C, équivalent à la moyenne du secteur de la production d'énergie renouvelable ; Note ESG 2021 par Ethifinance (indice Gaïa) : 73/100, au-dessus de la moyenne du *benchmark* national (390 PME et ETI cotées sur la bourse de Paris) évalué à 59/100.

⁶⁸ Albioma, « [Il est temps de changer d'énergie ! Solaire](#) » [2021](#), p. 4-8 :

- Océan Indien : 40 MWc ; 180 installations photovoltaïques en exploitation ;
- Antilles et Guyane : 35 MWc ; 50 installations photovoltaïques en exploitation ;
- France métropolitaine : 32 MWc ; 190 installations photovoltaïques en exploitation et une centrale hydroélectrique (SECL) : 1 MWc.

Le Mégawatt-crête (MWc) représente la puissance maximale qu'un panneau solaire peut délivrer en électricité.

⁶⁹ Pour mémoire, Albioma représente 18% de la capacité photovoltaïque installée dans la zone Océan Indien et 16% dans la zone Antilles-Guyane.

Albioma est la première société française de production solaire triplement certifiée Qualité Sécurité Environnement (QSE)⁷⁰, son activité répondant à des normes strictes en matière d'environnement, de santé, de sécurité au travail et de management de la qualité.

3.1.2.3. Géothermie

Avec la prise de participation à 75% dans une société de production d'électricité à Gümüşköy en janvier 2021, et l'acquisition à 100% d'une deuxième centrale à Kuyucak en février 2022 (§ 3.1), Albioma développe depuis plus d'un an une activité **géothermique** en Turquie, dont la puissance installée de **31 MW**⁷¹ se répartit à proportion de 18 MW pour Kuyucak et 13 MW pour Gümüşköy. Ces centrales de géothermie à haute énergie⁷² produisent de l'électricité en continu⁷³, par la transformation de la chaleur provenant du sous-sol, et ne requièrent aucune combustion de matière première.

3.1.3. Cadre réglementaire et contractuel

Le modèle économique d'Albioma repose pour une large part sur le segment opérationnel France – Biomasse Thermique *i.e.* sur des contrats long terme pour la vente d'électricité à EDF, dont les caractéristiques confèrent au Groupe une visibilité sur ses prévisions en sécurisant sa production, le rendant dès lors assez peu sensible aux événements conjoncturels⁷⁴ ; l'enjeu industriel réside en définitive dans la mise à disposition des capacités de l'outil de production⁷⁵, testées dans le cadre du processus budgétaire, en fonction des besoins exprimés par les clients, mais sous contrainte :

- de différents facteurs de risques, notamment opérationnels (incidents d'exploitation), environnementaux (conditions climatiques) et sociaux (grèves) ;
- des « taux d'appel » auprès des centrales et du « *merit order* »⁷⁶ qui sont susceptibles de fluctuer.

La clientèle, très restreinte, est constituée de fournisseurs d'électricité et d'exploitants de réseaux tels que EDF en France⁷⁷ ou le *Central Electricity Board* à l'Île Maurice ; les contrats au Brésil et en Turquie présentent des spécificités mentionnées ci-après, étant en outre précisé qu'à la différence de l'activité France – Biomasse Thermique, les activités au Brésil, ainsi que les activités solaires et géothermiques sont rémunérées en fonction de l'énergie produite et délivrée sur le réseau, qui constitue la seule obligation de performance.

⁷⁰ Albioma, « [Nos énergies renouvelables Solaire](#) ».

⁷¹ Albioma, « [Nos énergies renouvelables Géothermie](#) ».

⁷² Chaleur supérieure à 150°C.

⁷³ Source d'électricité ainsi pilotable, la géothermie contribue à la sécurité des réseaux électriques.

⁷⁴ À titre indicatif, les tensions actuelles sur l'approvisionnement en énergie ne sont pas de nature à affecter les activités du Groupe.

⁷⁵ La disponibilité d'une installation se mesure par le ratio entre l'énergie effectivement produite et l'énergie pouvant être théoriquement produite au cours d'une période donnée, en l'occurrence d'un exercice : si la disponibilité est supérieure à celle prévue contractuellement, l'entité perçoit un « bonus » et, dans le cas contraire, un « malus » ; les contrats conclus avec EDF pour les installations thermiques situées en Outre-mer intègrent des objectifs de disponibilité (§ 3.1.3.1).

⁷⁶ Compte tenu des problématiques de stockage de l'énergie électrique, le « *merit order* » (ou préséance économique) consiste à faire appel aux différentes unités de production électriques, au fur et à mesure, en fonction de leurs coûts marginaux croissants ; il s'ensuit un taux d'appel par installation.

⁷⁷ Endesa en Espagne, GSE en Italie.

Par ailleurs, outre l'indexation contractuelle du prix de vente de l'électricité sur le coût du combustible, les contrats conclus entre les centrales thermiques des départements d'Outre-mer et EDF prévoient une refacturation mensuelle à EDF des coûts d'achat des quotas de dioxyde de carbone (CO₂)⁷⁸. En 2021, la conjonction de la hausse des cours du charbon⁷⁹ et du CO₂⁸⁰ ont dégradé la compétitivité de l'électricité produite à partir du charbon en comparaison d'autres sources d'électricité moins émettrices de CO₂ et, par voie de conséquence, le taux d'appel et le rendement de certaines centrales, notamment à la Réunion.

La production totale de l'activité France – Biomasse Thermique est ainsi passée de 1.940 GWh en 2020 à 1.892 GWh en 2021 ; celle des autres activités, qui est moindre compte tenu des puissances installées (§ 3.1.1 et § 3.1.2)⁸¹, s'avère :

- stable à 123 GWh entre 2020 et 2021 pour l'électricité photovoltaïque produite en France et en Europe du Sud ;
- en progression de 373 GWh en 2020 à 422 GWh en 2021 au Brésil ;
- stable de 46 GWh en 2020 à 49 GWh en 2020 pour la centrale de Gümüşköy en Turquie.

3.1.3.1. Activité Biomasse Thermique⁸²

Le cadre réglementaire et contractuel diffère selon les zones géographiques :

- En **France Outre-mer**, les sociétés du Groupe souscrivent à des contrats à long terme avec EDF, à l'issue desquels Albioma devient propriétaire des équipements affectés à l'exploitation, et conserve la maîtrise foncière des terrains d'assiette de ces équipements ; les échéances de ces contrats s'échelonnent entre 2030 (Le Gol à la Réunion) et 2048 (Galion 2 en Martinique).
 - Depuis un arrêté ministériel du 6 avril 2020⁸³, le taux de rémunération du capital immobilisé pour les installations de production électrique est fixé pour chaque projet⁸⁴, à travers un système cumulatif de primes.
 - Les entités sont rémunérées selon le taux de disponibilité annuel des centrales. EDF, acheteur unique, acquiert ainsi dans le cadre du contrat le droit de disposer, selon ses besoins, de la production de la centrale, et règle une prime fixe calculée annuellement sur la base de sa disponibilité annuelle⁸⁵, couvrant l'ensemble des coûts fixes liés à son financement, à sa construction et à sa maintenance⁸⁶, ainsi que la marge du producteur.

⁷⁸ À l'exception des éventuelles commissions de transaction et après rétrocession des quotas gratuits acquis dans le cadre de l'activité de cogénération. Le solde des quotas d'émission de CO₂ se trouve ainsi globalement à l'équilibre à la clôture de l'exercice.

⁷⁹ À titre indicatif, le prix moyen de la tonne de charbon est passée de 78 € en 2020 à 123 € en 2021.

⁸⁰ Le prix de la tonne de CO₂ a atteint un pic aux alentours de 90 € à fin 2021, à comparer à environ 30 € à fin 2020.

⁸¹ Hors production des entités mises en équivalence au Brésil (Vale do Paraná, nouvellement mise en service : 172 GWh en 2021) et à l'Île Maurice (Terragen, OTEO Saint Aubin et OREO La Baraque) où la production a augmenté de 1.128 GWh en 2020 à 1.213 GWh en 2021.

⁸² DEU 2021, p. 13-15.

⁸³ Arrêté du 6 avril 2020 relatif au taux de rémunération du capital immobilisé pour les installations de production électrique, pour les infrastructures visant la maîtrise de la demande d'électricité, et pour les ouvrages de stockage piloté par le gestionnaire de réseau dans les zones non interconnectées au réseau métropolitain continental (ZNI).

⁸⁴ Par arrêté du ministre en charge de l'Énergie, sur proposition de la CRE.

⁸⁵ La prime fixe annuelle est assortie d'un système de « bonus » / « malus » et de pénalités en fonction du degré d'adéquation de la disponibilité de la centrale aux besoins d'EDF, et affectée d'un mécanisme d'indexation fonction d'indicateurs de variation des coûts de la main d'œuvre et des équipements.

⁸⁶ La prime fixe sur le long terme a dès lors vocation à s'amortir pour chacune des centrales.

- S'ajoute à cette prime fixe une rémunération forfaitaire intégrant une variable calculée en fonction, d'une part, d'un prix de marché pour les approvisionnements en charbon et en biomasse importée et, d'autre part, un prix fixe pour les approvisionnements en bagasse, majoré d'une indexation pour les approvisionnements en biomasse locale.
- Sur l'**Ile Maurice**, les entités ont conclu avec le *Central Electricity Board* (CEB) des contrats d'une durée de 20 ans, pouvant être prolongés avec l'accord mutuel des parties. Le prix d'achat de l'électricité *via* le CEB est modulé en fonction de la mise à disposition des capacités de production des centrales et le prix des approvisionnements en combustibles.
- Au **Brésil**, où le Groupe a le simple statut d'exploitant et ne dispose pas de la maîtrise foncière, la consommation est répartie entre, d'une part, un marché réglementé (64% de la consommation) où l'électricité est achetée dans le cadre d'appels d'offres concurrentiels et de contrats d'une durée de 15 à 30 ans et, d'autre part, un marché libre (36% de la consommation) sur lequel les contrats sont négociés bilatéralement avec des courtiers et des clients industriels et commerciaux⁸⁷, pour une durée d'un à cinq ans selon la structure de prix. L'électricité produite peut également être vendue au *spot* en tant que matière première ; le prix de vente correspond alors au cours de l'électricité au jour de la vente sous réserve de l'application d'un seuil et d'un plafond fixés annuellement par le gouvernement fédéral. Dans ce contexte, le Groupe est amené à arbitrer entre la nécessité de sécuriser sa production sur le marché réglementé ou sur le marché libre, et l'intérêt d'une exposition modérée sur le marché spot.

3.1.3.2. *Activité Solaire*⁸⁸

Les projets solaires prévoient des contrats d'une durée de 20 à 25 ans selon les pays, où l'électricité est vendue dans le cadre de dispositifs d'obligation d'achat, le cas échéant à l'issue de procédures d'appels d'offres, imposant à l'exploitant du réseau de distribution d'acheter l'intégralité de l'électricité produite à un prix déterminé contractuellement.

3.1.3.3. *Activité Géothermie*⁸⁹

En Turquie, l'électricité d'origine géothermique est vendue dans le cadre de contrats à long terme de fourniture d'électricité bénéficiant d'un tarif en obligation d'achat (*feed-in-tariff*), garanti par la loi au travers d'un dispositif juridique de soutien aux énergies renouvelables priorisant leur injection sur le réseau, et conclus avec un acteur privé (EPIAS), opérateur du marché de l'électricité :

- la centrale de Gümüşköy bénéficie jusqu'à fin 2023 d'un tarif en obligation d'achat dollarisé d'environ 105 USD/MWh ;
- la centrale de Kuyucak bénéficie jusqu'en 2022 d'un tarif en obligation d'achat dollarisé d'environ 118 USD/MWh jusqu'à fin 2022, puis de 105 USD/MWh jusqu'à fin 2027.

À l'issue de la période de *feed-in-tariff*, l'électricité des centrales géothermiques sera revendue dans le cadre de nouveaux contrats avec des tiers privés ou publics et/ou sur le marché spot de l'électricité.

⁸⁷ Clients distributeurs ou industriels autorisés comme agents d'organes officiels (CCEE, ANEEL).

⁸⁸ DEU 2021, p. 15-16.

⁸⁹ DEU 2021, p. 9, p. 16, p. 154.

3.1.4. Perspectives

Bénéficiant de la relative stabilité du cadre réglementaire et contractuel de ses activités, le Groupe oriente sa stratégie sur les axes suivants :

- la poursuite de la conversion des centrales vers le « 100% biomasse » ;
- le développement de l'activité solaire ;
- la poursuite du développement au Brésil pour atteindre une taille critique au vu du potentiel d'expansion dans ce pays (§ 3.2.4), ainsi qu'en Turquie compte tenu de son poids dans la filière géothermique (§ 3.2.5) ;
- l'ouverture à terme à de nouvelles zones d'implantation par le déploiement de son expertise à l'international, en accompagnement de la croissance de partenaires sucriers dans des zones productrices de canne à sucre (Amérique latine et Asie) ou en vue de valoriser d'autres formes d'énergies renouvelables.

Pour concrétiser ces ambitions, le Groupe, qui a déjà consacré 940 M€ d'investissements de développement entre 2013 et 2021, table sur un montant global d'investissements de 1,1 Md€ à l'horizon 2026, dont 0,9 Md€ consacrés aux investissements de développement.

Les investissements du Groupe sont à resituer dans le cadre des objectifs environnementaux de la taxonomie européenne⁹⁰ applicable à ses activités ; à ce titre, nous relevons que :

- la part du chiffre d'affaires et celle des investissements éligibles à la taxonomie européenne sur le périmètre consolidé s'établissent respectivement à 65% et 86% au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ;
- cette réglementation n'est pas neutre sur le financement des projets de production d'électricité thermique à base de biomasse, en particulier sur des territoires où l'offre de financement est limitée, et dès lors serait de nature à influencer sur leur déroulement ; plus généralement les facilités de financement s'apprécient en fonction de la part résiduelle de la composante carbone dans le mix énergétique des émetteurs.

⁹⁰ Objectifs en matière d'atténuation du changement climatique, d'adaptation au changement climatique, d'utilisation durable et de protection de l'eau et des ressources marines, de transition vers une économie circulaire, de prévention et de contrôle de la pollution, et de protection et restauration de la biodiversité et de l'écosystème.

3.2. Environnement et tendances des marchés du Groupe

Après une présentation du marché des énergies renouvelables (§ 3.2.1), puis plus spécifiquement du segment correspondant à l'électricité produite à partir de la biomasse et de l'énergie solaire (§ 3.2.2) qui sous-tend l'essentiel des activités d'Albioma, nous nous focaliserons sur les spécificités de ce marché dans les zones d'implantation du Groupe :

- France métropolitaine et Outre-mer (§ 3.2.3) ;
- Brésil (§ 3.2.4) ;
- Turquie (§ 3.2.5).

La synthèse met en évidence la marge de progression du Groupe sur le marché des énergies renouvelables (§ 3.2.6), en lien avec les perspectives et son programme d'investissements décrits ci-avant (§ 3.1.4).

3.2.1. Analyse du marché des énergies renouvelables

Une énergie est dite renouvelable lorsqu'elle provient de sources que la nature renouvelle en permanence, par opposition à une énergie non renouvelable dont les stocks s'épuisent⁹¹. L'exploitation et la généralisation des énergies renouvelables sont les fondamentaux de la transition écologique, qui regroupe l'ensemble des principes et pratiques visant à réduire les émissions de CO₂, et est devenue un enjeu majeur pour tous les acteurs publics et privés de l'économie.

3.2.1.1. Évolution de la consommation d'énergies renouvelables

La hausse structurelle de la consommation mondiale d'électricité, liée à la croissance démographique, au développement économique et à la progression du niveau de vie, s'accompagne d'un très fort besoin de développement des énergies « vertes ». Alors que le taux de croissance annuelle moyen de la production électrique se situait à 1,6% entre 2014 et 2020, il s'élevait à 5,8% pour les énergies renouvelables, toutes sources confondues⁹².

Dans une perspective à moyen et long terme :

- selon l'*International Energy Agency* (IEA)⁹³, la capacité d'électricité renouvelable devrait augmenter de plus de 60% entre 2020 et 2026, pour atteindre 4 800 GW ;
- l'ensemble des investissements mondiaux dans les capacités de production d'énergies renouvelables en 2020 s'est élevé à 266 Md\$⁹⁴, avec une production de l'ordre de 3 millions de MW⁹⁵, représentant 12,6% de la consommation d'énergie mondiale⁹⁶, sur une croissance annuelle élevée (+9,7%)⁹⁷ ; d'ici 2040, cette consommation devrait atteindre 23,5%⁹⁸.

⁹¹ EDF, « [Qu'est-ce qu'une énergie renouvelable ?](#) ».

⁹² DEU 2021, p. 19.

⁹³ IEA, « [Renewables 2021 – Analysis and Forecast to 2026](#) », p. 14.

⁹⁴ Xerfi, « *The Global Renewable Energy Industry* », septembre 2021, p. 17.

⁹⁵ IRENA, « [Renewable Capacity Statistics 2022](#) », p. 2.

⁹⁶ Xerfi, « *The Global Renewable Energy Industry* », septembre 2021, p. 45.

⁹⁷ Bp, [Bp Statistical Review of World Energy 2021](#), p. 55.

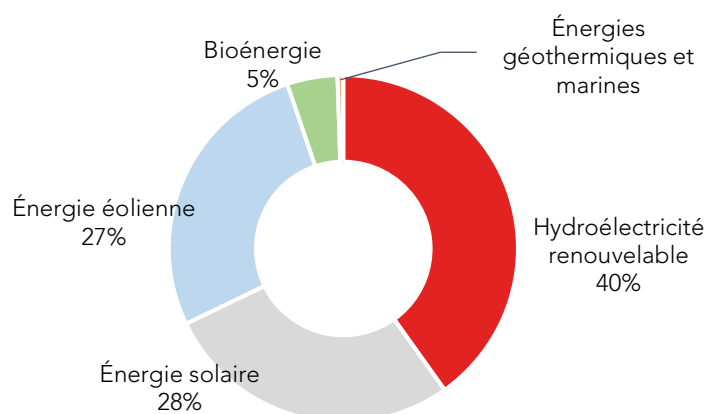
⁹⁸ Xerfi, « *The Global Renewable Energy Industry* », septembre 2021, p. 46.

Cependant, bien que le marché des énergies renouvelables soit en pleine expansion, la saturation des localisations potentielles (pour des installations hydroélectriques notamment) et les critiques que suscitent certaines de ces énergies (solaire et éolienne par exemple) soulèvent des enjeux pour les pouvoirs publics et les acteurs du secteur.

3.2.1.2. Typologie des sources d'énergies renouvelables

L'*International Renewable Energy Agency* (IRENA) différencie six catégories de source d'énergies renouvelables : l'hydroélectricité, le solaire, l'éolien, la bioénergie, l'énergie marine et la géothermie ; l'hydroélectricité, ainsi que l'énergie solaire et éolienne sont majoritaires dans le *mix* énergétique mondial et représentent près de 95% de la consommation d'énergies renouvelables, la contribution de l'énergie marine et de la géothermie n'étant en revanche encore que très marginale.

Répartition mondiale par type d'énergie renouvelable de la consommation en 2021



Source : IRENA, *Renewable Capacity Statistics 2022*

Le niveau de maturité de l'exploitation de ces sources d'énergies est asymétrique ; à titre d'exemple, alors que le taux de croissance annuelle moyen de l'énergie solaire sur 10 ans ressort à 38,3%, il n'est que de 2,1% pour l'hydroélectricité⁹⁹. Ce constat tient à la saturation des possibilités d'exploitation de certaines énergies à l'échelle mondiale, et aux dynamiques qui peuvent stimuler l'investissement (rentabilité, effets d'aubaine, politiques des pouvoirs publics,...).

De même, alors que le coût d'une énergie diffère de celui d'une autre, le progrès technique et les gains de productivité conduisent à réduire le coût nivelé (ou coût actualisé) de certaines sources d'électricité. Ainsi, le coût nivelé de l'énergie solaire a diminué de 85% au cours de la dernière décennie, alors que celui de la bioénergie est resté inchangé.

⁹⁹ Bp, *BP Statistical Review of World Energy 2021*, p. 53 et p. 58.

Coût nivelé de l'électricité

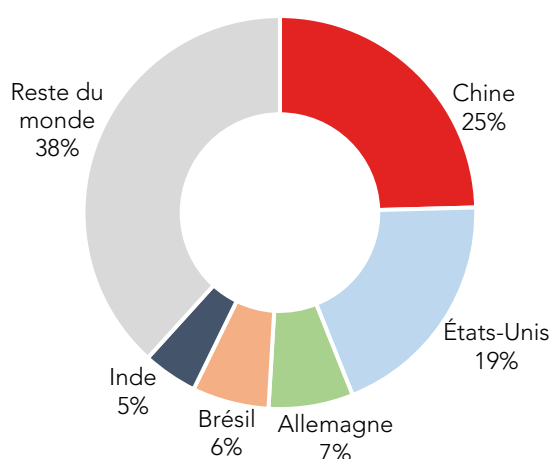
Energie	2020 \$/kWh		
	2010	2020	Variation
Bioénergie	0,076	0,076	0%
Géothermie	0,049	0,071	45%
Hydroélectricité	0,038	0,044	16%
Solaire	0,381	0,057	-85%
Eolien terrestre	0,089	0,039	-56%
Eolien maritime	0,162	0,084	-48%

Source : IRENA, Renewable Power Generation costs in 2020

3.2.1.3. Principaux pays consommateurs d'énergies renouvelables

La Chine et les États-Unis représentent à eux seuls 44% de la consommation d'énergies renouvelables ; les cinq principaux pays cumulent 62% de cette consommation.

Classement des pays consommateurs d'énergies renouvelables en 2021



Source : BP Statistical Review of World Energy, 2021 edition

3.2.1.4. Principaux acteurs des énergies renouvelables

Le secteur des énergies renouvelables rassemble plusieurs acteurs sur la chaîne de création de valeur :

- les fabricants d'équipements (à destination des centrales hydrauliques, panneaux solaires, éoliennes terrestres et maritimes,...), en amont de la filière, sont généralement spécialisés sur un segment de marché, certains d'entre eux¹⁰⁰ présentant toutefois un profil généraliste ;
- les exploitants de sites (généralistes ou spécialistes), au cœur de la filière, sont parfois impliqués dans la distribution de l'énergie ;
- les distributeurs, en aval de la filière.

¹⁰⁰ Tels que GE Renewable Energy ou Siemens Gamesa.

3.2.2. Caractéristiques du marché de la biomasse et du solaire

3.2.2.1. Le marché de l'électricité produite à partir de la biomasse

En 2020, la biomasse se situait au quatrième rang de la production d'électricité mondiale d'origine renouvelable, avec une part de 2,2%¹⁰¹ dans la production totale d'électricité à l'échelle mondiale (602 TWh). Selon IRENA¹⁰², cette part devrait s'élever à 18% entre 2031 et 2050, à l'appui des mesures nécessaires pour contenir le réchauffement global sous le seuil de 1,5°C. La nécessité écologique du développement de la biomasse est également soulignée par IEA¹⁰³.

La taille mondiale de ce marché, évaluée à 121,4 Md\$ en 2021, devrait afficher un taux de croissance annuel composé de 6,0 % de 2022 à 2030¹⁰⁴.

Cette croissance sera soutenue par la sortie du charbon prévue au sein des pays de l'Union européenne, actuellement premier acteur de la production électrique à partir de biomasse dans le monde (37% des revenus du marché)¹⁰⁵, et par la poursuite des investissements déjà réalisés en Amérique du Nord.

3.2.2.2. Le marché de l'électricité produite à partir de l'énergie solaire¹⁰⁶

L'énergie solaire est aujourd'hui la deuxième source de production d'électricité verte, et le segment le plus dynamique du marché des énergies renouvelables en termes de croissance. Alors que la capacité installée était de 40 GWc en 2010, elle a atteint 707 GWc en 2020.

La croissance attendue du marché, de 13% par an en moyenne d'ici 2025, s'explique par les politiques publiques d'incitation à la multiplication des grandes centrales solaires dans de nombreux pays, et la commercialisation de panneaux solaires plus efficaces. Cette croissance devrait être tirée majoritairement par la Chine, les États-Unis et l'Inde.

3.2.3. Le marché de l'énergie renouvelable en métropole et Outre-mer

Le marché français de la production d'énergie est relativement concentré, du fait de barrières à l'entrée importantes. EDF, Engie et Total dominent largement le secteur. Néanmoins, la France compte de nombreux *pure players* dans la production d'énergies renouvelables, tels que Neoen ou Voltalia (§ 4.4.4.4. et **Annexe 8**).

La consommation énergétique en France se caractérise par la prépondérance du nucléaire en comparaison des énergies renouvelables et carbonées.

¹⁰¹ DEU 2021, p. 19.

¹⁰² IRENA, « *World Energy transition outlook* », p. 235.

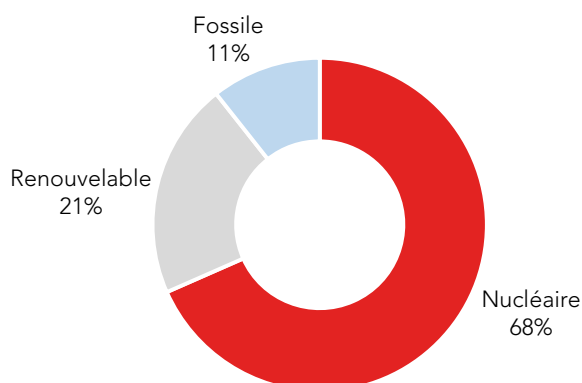
¹⁰³ IEA, « *Renewables 2021, Analysis and forecast to 2026* », p. 122.

¹⁰⁴ Grand View Research, *Biomass Power Market*.

¹⁰⁵ Grand View Research, *Biomass Power Market*.

¹⁰⁶ Xerfi, « *The Global Renewable Energy Industry* », septembre 2021, p. 9.

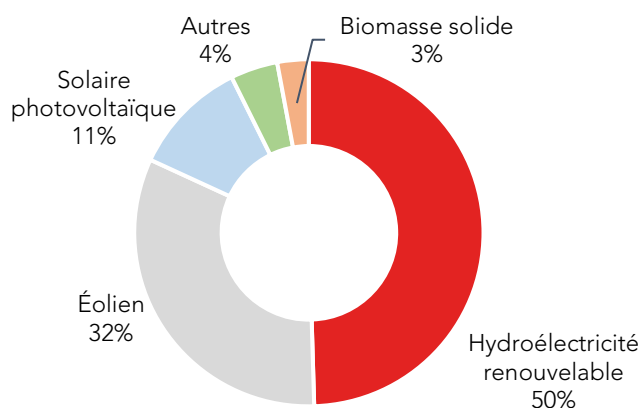
Consommation par source d'énergie en France en 2020



Source : EDF, 2021

En 2020, la consommation d'énergies renouvelables en France représentait 13,1% de la consommation nationale d'énergie, soit 348 TWh¹⁰⁷. La production brute d'électricité renouvelable s'élevait à 126 TWh, concentrée sur les pôles hydraulique et éolien. La capacité de production du marché photovoltaïque a en outre été multiplié par dix au cours de la dernière décennie.

Consommation par source d'énergie renouvelable en France en 2020



Source : Ministère de la Transition Écologique, Chiffres clés des énergies renouvelables 2021

En Outre-mer, le mix d'énergies est en faveur des énergies renouvelables, en dépit d'une structure de coûts plus lourde qu'en Métropole.

- Sur l'île de la Réunion, la production d'énergies renouvelables s'élève à 31%¹⁰⁸ de la production insulaire en 2020, dont 14% d'hydroélectricité, 9% de photovoltaïque, et 8% de bagasse. Le conseil régional de La Réunion vise une production électrique intégralement issue d'énergies renouvelables à partir de 2023¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Ministère de la Transition Écologique, « [Chiffres clés des énergies renouvelables 2021](#) », p. 6.

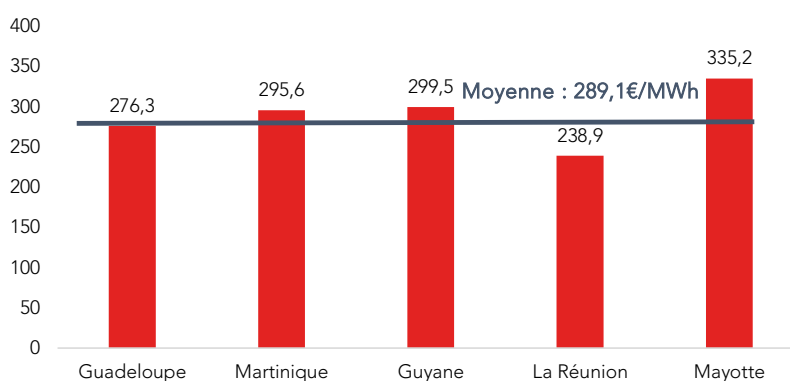
¹⁰⁸ EDF, Bilan prévisionnel de l'équilibre offre/demande d'électricité à La Réunion 2021, p. 5.

¹⁰⁹ Le Monde, « La Réunion vise une production d'électricité « 100% renouvelable » en 2023 », [18 décembre 2020](#).

- Selon l'Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie (ADEME), les énergies renouvelables pourraient produire 100% de l'électricité en **Guyane** avant 2028. En 2020, la biomasse est la troisième énergie de la région (15%) et le solaire la cinquième (4%)¹¹⁰.
- En **Martinique**, l'énergie renouvelable représente 24% du mix énergétique, mais devrait atteindre 100% d'ici 2030. Le parc solaire comprend plus d'un millier d'installations, avec une capacité de production de 62,5 MW. Albioma est le seul acteur producteur d'énergie à partir de biomasse de l'île, pour une capacité de 40 MW, couvrant 15% de ses besoins électriques¹¹¹.

Alors que le coût de production de l'électricité sur le marché résidentiel français s'élevait à 218 €/MWh en 2020, il était en moyenne, la même année, de 289 €/MWh dans les territoires d'Outre-mer où opère le Groupe.

Coût de production 2020 en €/MWh



Source : Commission de régulation de l'énergie, *Transition énergétique dans les ZNI*, 2021

L'impossibilité de développer l'énergie nucléaire en Outre-mer et la nécessité de la transition énergétique conduisent les pouvoirs publics à encourager les activités de production d'électricité renouvelable au sein de structures de taille adaptée aux diverses contraintes géospatiales, géologiques, topographiques qui limitent le nombre de sites disponibles et imposent *de facto* des barrières à l'accès à ces territoires dont le Groupe tire avantage du fait de sa présence historique ; la production d'énergie électrique à partir de la biomasse et du solaire s'avère particulièrement cohérente avec l'écosystème de ces zones. La loi n°[2015-992](#) du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte¹¹² dans les territoires d'Outre-mer incite d'ailleurs fortement les producteurs d'énergie renouvelable à s'investir sur ces marchés.

¹¹⁰ ADEME, « [Les énergies renouvelables : une réponse adaptée au contexte guyanais](#) », p. 8.

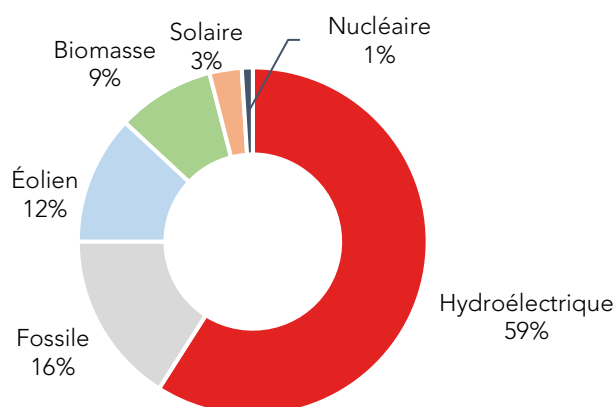
¹¹¹ Transition énergétique en Martinique, « [Énergies renouvelables, quelles ressources pour notre île ?](#) ».

¹¹² La loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte a en particulier créé les Programmes pluriannuels de l'énergie (PPE), outils de pilotage de la politique énergétique, qui concernent la métropole continentale et les ZNI (§ 3.1.3.1), à savoir la Corse, la Réunion, la Guyane, la Martinique, la Guadeloupe, Wallis et Futuna et Saint-Pierre et Miquelon. La PPE de métropole continentale est élaborée par le Gouvernement tandis que les PPE des ZNI sont co-élaborées avec les collectivités territoriales. Source : Ministère de la transition écologique, [PPE](#).

3.2.4. Le marché brésilien de l'énergie renouvelable

En tant que premier producteur et exportateur mondial de sucre, le Brésil est un lieu privilégié pour la production de biocarburant et d'énergie biomasse à partir de la combustion de bagasse. La valorisation de ce combustible est à l'origine d'environ 10% de la production d'électricité nationale, ce qui classe le Brésil au troisième rang mondial en termes de capacité totale de production d'électricité biomasse en 2020¹¹³.

Consommation par source d'énergie au Brésil en 2020



Source : Albioma, DEU 2021

Le marché brésilien de l'électricité dispose d'une puissance de 183 TWh, supérieure à celle du marché français (§ 3.2.3), mais pour une population trois fois plus nombreuse, ce qui lui confère un potentiel de croissance important. La part de marché des énergies renouvelables, toutes catégories confondues (hydroélectricité, éolien, solaire et biomasse) est attendue en hausse de 7% entre 2021 et 2031, pour atteindre 94% de la puissance installée au plan national en 2031¹¹⁴.

Le pays présente néanmoins un risque inflationniste important ; l'inflation y dépassait en effet 10% en 2021, soit deux fois la borne haute de la fourchette anticipée par le gouvernement (5,25%)¹¹⁵. Le taux d'intérêt directeur du pays s'avère également élevé (10,75%)¹¹⁶, ce qui pourrait ralentir les investissements sur ce marché à court terme.

3.2.5. Le marché turc de la géothermie

Bien que le solaire et l'éolien représentent 80% de la production d'énergies renouvelables du pays en 2020¹¹⁷, la Turquie est le premier investisseur mondial en géothermie, et le quatrième producteur d'électricité à partir de cette source d'énergie¹¹⁸. La même année, 48 usines géothermiques opéraient sur le pays, cumulant une capacité de production de 1.515 MW¹¹⁹.

¹¹³ REN21, « [Renewables 2021 Global Status report](#) », p. 95.

¹¹⁴ DEU 2021, p. 20.

¹¹⁵ Le Figaro avec AFP, « Brésil, l'inflation au plus haut en six ans en 2021 », [11 janvier 2022](#).

¹¹⁶ Les Échos, « Le Brésil relève son taux directeur au-dessus de 10%, une première en cinq ans », [3 février 2022](#).

¹¹⁷ IEA, « [Renewables 2021. Analysis and forecast to 2026](#) », p. 62.

¹¹⁸ REN21, « [Renewables 2021 Global Status report](#) », p. 101

¹¹⁹ Ekin Inal, *Geothermal electricity generation in Turkey: Large potential awaiting investors*, [21 juillet 2020](#).

La Constitution turque spécifie que les ressources naturelles sont la propriété de l'État, lequel, dans le cadre de l'*Act No. 5686 sur les Ressources géothermiques et eaux minérales*, encadre directement les opérations d'exploitation et développe des mesures incitatives telles que le dispositif de *feed-in tariff* (§ 3.1.3.3).

Le potentiel de la géothermie est considéré comme élevé dans le pays, sous condition toutefois d'obtention de financements ; le nombre de champs géothermiques exploitables à l'échelle commerciale recensés à ce jour en Turquie se compte par plusieurs centaines¹²⁰.

3.2.6. Synthèse

L'analyse du marché des énergies renouvelables conforte, sur les segments qu'il opère (biomasse, solaire et géothermie) et ses zones d'implantation :

- l'ancrage du Groupe dans les départements et régions d'Outre-mer, ainsi qu'à l'Île Maurice ; la contribution d'Albioma à la transition énergétique des départements et régions d'Outre-mer est intégrée dans l'enveloppe d'investissements prévue à l'horizon 2025, avec l'objectif d'un mix énergétique 100% renouvelable en 2030 (§ 3.1.4).
- sa capacité de développement dans le solaire et la géothermie, dont le risque opérationnel apparaît moindre que dans l'activité thermique utilisant le combustible renouvelable (bagasse) ou fossile (charbon, fuel) ;
- le potentiel du marché brésilien.

Par rapport aux *pure players*, Albioma, dans sa configuration actuelle, occupe sur le marché des énergies renouvelables une place et une rentabilité spécifiques, au regard notamment de son modèle économique caractérisé par :

- une situation concurrentielle favorable sur ses zones d'implantation, en particulier Outre-mer ;
- les spécificités contractuelles liées au schéma réglementaire, qui confère à ses prévisions pluriannuelles un degré de fiabilité satisfaisant ;
- le maintien d'une composante fossile dans son mix énergétique, nonobstant l'objectif à terme du « 100% biomasse » ;
- un mode de rémunération associé à la disponibilité des centrales thermiques, différenciant par rapport au critère de production des actifs solaires ou éoliens des *pure players*.

¹²⁰ Source : [JESDER](#), *Turkish Geothermal Power Plant Investors Association* ; Ruggero Bertani, *Geothermal Power Generation in the World 2010-2014 Update Report*, Proceedings World Geothermal Congress 2015, Melbourne, Australia, [19-25 avril 2015](#), p. 11.

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les performances du Groupe de 2017 à 2021¹²¹, en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.3.1), ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2021 (§ 3.3.2), sont présentées ci-après.

Ces données sont issues des rapports financiers et des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS, la date de clôture annuelle des comptes étant le 31 décembre.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité du Groupe ont connu l'évolution suivante au cours des cinq derniers exercices :

Compte de résultat

M€	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	399,1	428,3	505,7	506,7	573,3
% variation	8,5%	7,3%	18,1%	0,2%	13,1%
Achats (variation des stocks incluse)	(130,3)	(139,1)	(157,9)	(139,6)	(183,2)
Frais de logistique	(10,8)	(9,9)	(10,9)	(13,1)	(15,0)
Charges de personnel	(43,9)	(45,7)	(55,3)	(56,3)	(60,4)
Autres charges et produits d'exploitation	(82,6)	(76,8)	(101,7)	(96,5)	(116,6)
Amortissements des contrats de fourniture d'électricité	(6,2)	(5,9)	(6,8)	(6,9)	(6,8)
Dotations aux amortissements et aux provisions	(46,3)	(51,3)	(69,8)	(76,2)	(80,0)
Quote-part du résultat net des entreprises associées	3,6	3,3	2,5	1,6	3,3
Résultat opérationnel courant	82,7	102,8	105,9	119,7	114,6
% du chiffre d'affaires	20,7%	24,0%	20,9%	23,6%	20,0%
Autres produits et charges opérationnels	(1,6)	0,4	2,1	2,7	13,7
Résultat opérationnel	81,1	103,3	108,0	122,5	128,3
% du chiffre d'affaires	20,3%	24,1%	21,4%	24,2%	22,4%
Coût de l'endettement financier	(24,3)	(23,4)	(30,7)	(31,8)	(32,0)
Autres produits financiers	1,9	4,2	1,1	0,5	0,7
Autres charges financières	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,8)	(1,4)
Résultat avant impôt	58,1	83,5	77,9	90,4	95,5
% du chiffre d'affaires	14,5%	19,5%	15,4%	17,8%	16,7%
Charge d'impôt	(11,9)	(29,9)	(23,7)	(26,1)	(24,2)
Résultat net de l'ensemble consolidé	44,3	53,6	54,2	64,4	71,3
% du chiffre d'affaires	11,1%	12,5%	10,7%	12,7%	12,4%
Résultat net part du groupe	37,4	44,2	44,1	55,3	59,0
Résultat net part des minoritaires	6,8	9,4	10,1	9,1	12,3

Source : Rapports financiers Albioma

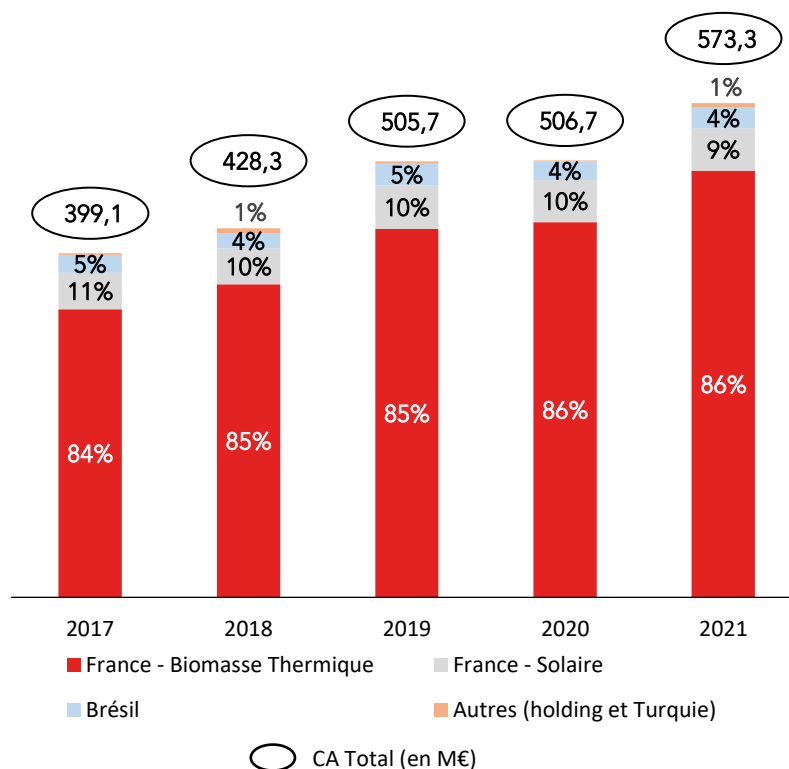
¹²¹ Données retraitées sur l'historique, le cas échéant.

3.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires par secteur opérationnel, illustrée graphiquement ci-après, met en évidence :

- une progression de l'activité portée par la mise en œuvre de nouveaux projets ;
- la stabilité du poids relatif de chaque secteur opérationnel dans la formation du chiffre d'affaires, les variations de périmètre¹²² n'ayant pas significativement affecté cette répartition ;
- la part majoritaire du secteur « France Biomasse Thermique » : organisant ses activités historiques autour de la production d'électricité par la valorisation énergétique de la biomasse, le Groupe tire encore l'essentiel de ses revenus de l'activité de ses centrales thermiques en Outre-mer, exploitées au travers de partenariats de long terme avec EDF dans un contexte de marché de l'électricité réglementé (§ 3.1.3.1) ; les produits des activités ordinaires générés par les différents projets sont fonction des conditions contractuelles de rémunération¹²³.

Évolution du CA par secteur opérationnel 2017-2021 (M€)



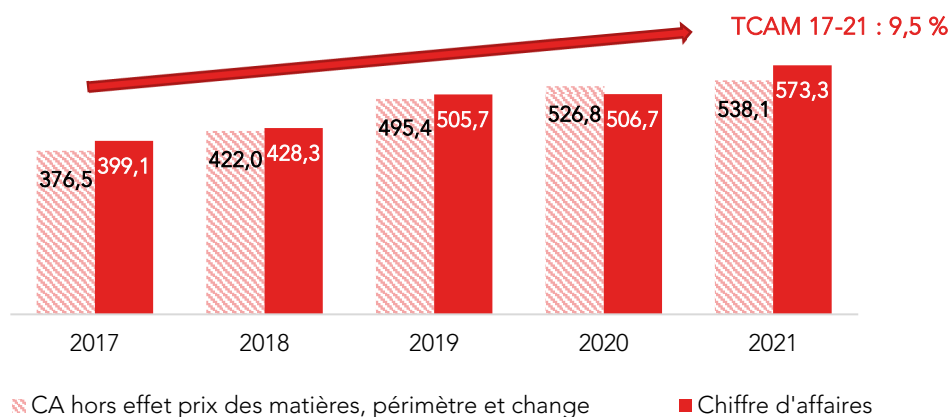
Source : Rapports financiers Albioma

¹²² Les variations de périmètre correspondent pour l'essentiel à l'acquisition d'Eneco France (devenu Albioma Solaire France) et de la centrale Albioma Esplanada Energia au Brésil en 2018, ainsi qu'à l'acquisition de la société de production Gümüşköy en Turquie (Géothermie) en 2021 (§ 3.1).

¹²³ Le « taux de rémunération implicite » est fixé pour chaque projet par arrêté du ministre en charge de l'Énergie sur proposition de la CRE (§ 3.1.3.1).

Les données publiées par le Groupe sur l'incidence des variations de change, des fluctuations du prix d'achat des combustibles¹²⁴ et des variations de périmètre sur le niveau d'activité, permettent de reconstituer le chiffre d'affaires à taux de change, prix du combustible et périmètre constants (« CAPPC »).

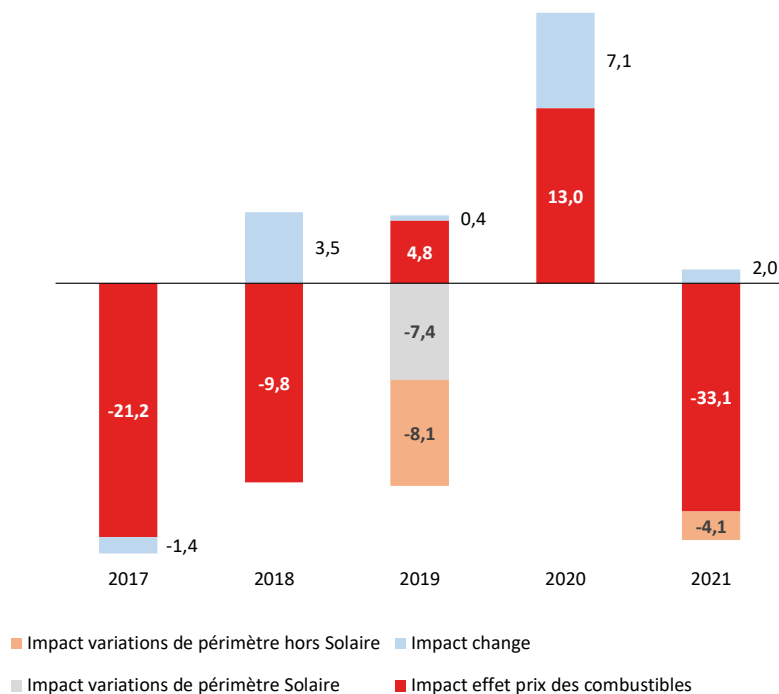
Évolution CA et du CAPPC 2017-2021 (M€)



Source : Rapports financiers Albioma

Le graphique ci-après met en évidence l'impact significatif des fluctuations du prix d'achat des combustibles sur l'évolution du chiffre d'affaires.

Impact des retraitements entre CAPPC et CA 2017-2021 (M€)



Source : Rapports financiers Albioma

¹²⁴ L'indexation contractuelle du prix de vente de l'électricité sur le coût du combustible entraînant chaque année des fluctuations de chiffre d'affaires sans effet direct sur la marge (§ 3.1.3), nous avons analysé cet impact dans l'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires.

Au cours des cinq derniers exercices clos, le chiffre d'affaires a enregistré un taux de croissance annuelle moyen (« TCAM ») de 9,5% (versus CPPC : 9,3%), soutenu essentiellement par l'activité de cogénération des centrales thermiques des départements d'Outre-mer :

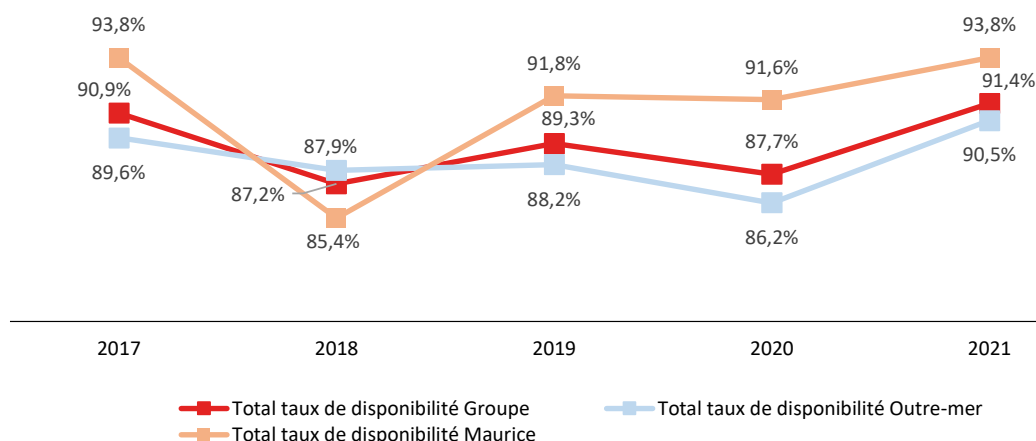
- hausse des primes fixes perçues consécutivement aux investissements consentis dans le cadre de la mise en conformité des installations avec la directive IED¹²⁵ (§ 3.1) et à la signature d'avenants avec EDF ;
- développement de nouveaux projets, avec notamment la mise en service de deux nouvelles centrales : Galion 2 (Martinique) en 2018 et Saint Pierre (La Réunion) en 2019 ;
- taux de disponibilité global des centrales de 91,4% en 2021 au plus haut niveau depuis 5 ans, en dépit d'une baisse des taux de disponibilité en Outre-mer des centrales Albioma Bois-Rouge et Le Gol à La Réunion, et compte tenu d'un niveau de production affecté par la répercussion de la flambée des cours des matières premières de combustion sur les taux d'appel¹²⁶.

Taux de disponibilité

%	2017	2018	2019	2020	2021
Albioma Bois-Rouge	86,1%	80,5%	83,4%	88,3%	85,8%
Albioma Le Gol	88,2%	88,2%	90,3%	90,9%	89,1%
Albioma Le Moule	88,2%	94,0%	86,4%	70,3%	92,9%
Albioma Galion	92,6%	90,7%	92,2%	91,5%	92,1%
Albioma Saint-Pierre	-	-	92,0%	94,5%	96,8%
Total taux de disponibilité Outre-mer	89,6%	87,9%	88,2%	86,2%	90,5%
Terragen	95,7%	93,1%	92,0%	93,3%	95,6%
OTEO Saint-Aubin	92,4%	89,8%	91,7%	93,4%	93,0%
OTEO La Baraque	93,0%	77,6%	91,6%	89,6%	92,7%
Total taux de disponibilité Maurice	93,8%	85,4%	91,8%	91,6%	93,8%
Total taux de disponibilité Groupe	90,9%	87,2%	89,3%	87,7%	91,4%

Source : Rapports financiers Albioma

Évolution des taux de disponibilité 2017-2021



Source : Rapports financiers Albioma

¹²⁵ La Directive n°2010/75/UE du 24 novembre 2010 relative aux émissions industrielles (IED) définit une approche intégrée de la prévention et de la réduction des pollutions émises par certaines installations industrielles (§ 3.1).

¹²⁶ La hausse du coût d'achat des combustibles est répercutée à EDF sur une base contractuelle *via* un mécanisme d'indexation rendant *de facto* le prix proposé par Albioma moins compétitif (§ 3.1.3).

Pour mémoire, Albioma fait état dans l'information financière trimestrielle au 31 mars 2022 :

- de la bonne tenue de son chiffre d'affaires (+4%¹²⁷ à date), des excellentes performances des installations thermiques en Outre-mer¹²⁸ et de l'effet périmètre lié à l'intégration de la centrale géothermique de Kuyucak (§ 3.1.2.3) ;
- sur le segment France – Biomasse Thermique :
 - du taux de disponibilité qui s'établit à 90,5% ;
 - de la diminution de la production d'électricité des installations thermiques¹²⁹ tenant compte de la poursuite de la baisse des taux d'appel à La Réunion en lien avec les prix élevé du charbon et du CO₂ (§ 3.1.3).

3.3.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle

À des fins de comparabilité sectorielle, le Groupe communique, par segment opérationnel, un EBITDA correspondant au résultat opérationnel (RO)¹³⁰ retraité des dotations et reprises aux amortissements et provisions et autres éléments sans impact sur la trésorerie comptabilisés en autres produits et charges opérationnels.

Le passage entre le résultat opérationnel, qui s'entend après prise en compte de produits et charges non récurrents, et l'EBITDA, s'analyse comme suit de 2017 à 2021 :

Passage RO - EBITDA

M€	2017	2018	2019	2020	2021
Résultat opérationnel	81,1	103,3	108,0	122,5	128,3
Dotations aux amortissements des contrats	6,2	5,9	6,8	6,8	6,8
Dotations aux amortissements des immobilisations	44,5	49,7	65,7	70,6	75,2
Dotations aux amortissements des droits d'utilisation	-	-	2,3	2,4	3,4
Dotations et reprises de provisions	1,8	1,6	1,8	3,1	1,5
Dotations, reprises de provisions et autres éléments sans impact sur la trésorerie	4,9	2,1	(1,7)	1,0	(0,4)
EBITDA	138,4	162,6	182,9	206,4	214,8
% du chiffre d'affaires	34,7%	38,0%	36,2%	40,7%	37,5%

Source : Rapports financiers Albioma

¹²⁷ Hors effet prix des combustibles qui ont fortement progressé dans le contexte post Covid et en raison de la diminution de l'offre depuis le début du conflit en Ukraine.

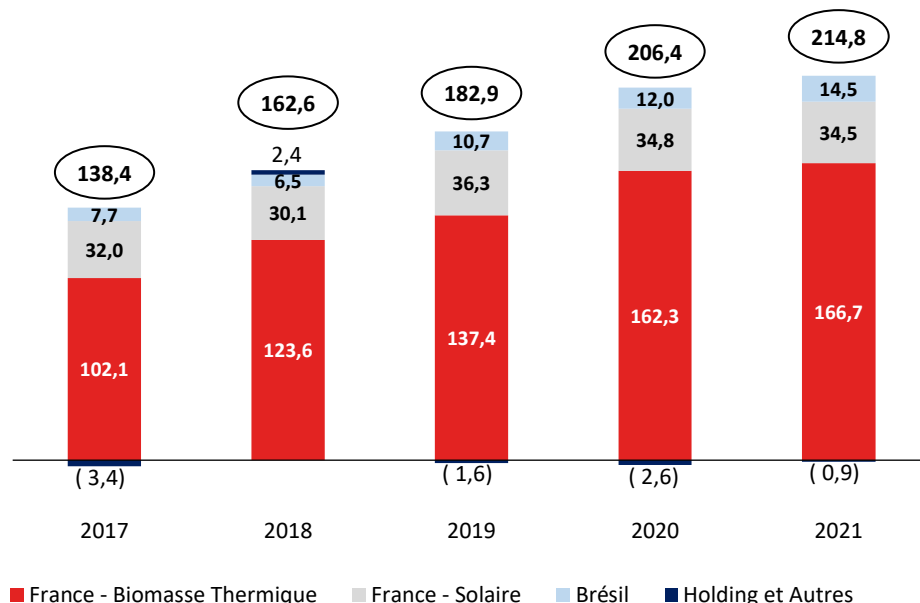
¹²⁸ Segment opérationnel France – Biomasse Thermique.

¹²⁹ 399 GWh au premier trimestre 2022 *versus* 437 GWh au premier semestre 2021.

¹³⁰ Y compris résultat des entreprises mises en équivalence.

L'évolution de l'EBITDA entre 2020 et 2021 trouve principalement son origine dans les autres produits et charges opérationnels précités¹³¹ ainsi que l'augmentation des primes fixes, dont la contribution positive est en partie contrebalancée par l'effet de la baisse des taux d'appel des centrales consommatrices de charbon, compte tenu de l'inflation des cours du charbon et du CO₂ (§ 3.1.3), qui a dégradé les rendements des tranches les moins appelées.

Évolution de l'EBITDA par secteur 2017-2021 (M€)



Source : Rapports financiers Albioma

Comparativement à d'autres acteurs du secteur de l'énergie renouvelable¹³², les indicateurs de marge du Groupe se trouvent particulièrement affectés par le coût d'achat des matières de combustion¹³³, pour partie d'origine fossile, qui représente en moyenne environ le tiers du chiffre d'affaires entre 2017 et 2021 ; le plan de transition énergétique entrepris par le Groupe, impliquant le remplacement du charbon par la valorisation de la biomasse dans les centrales thermiques françaises, s'est traduit entre 2018 et 2021 par une progression sensible de la part du renouvelable dans le mix énergétique de 62%¹³⁴ à 74% (§ 3.1.2.1).

La relative stabilité des indicateurs de rentabilité est à relier aux projets à long terme portés par le Groupe dans le cadre de partenariats industriels (§ 3.1.2.1), et aux dispositions contractuelles contribuant à sécuriser sa production sur une longue période (§ 3.1.3) et à assurer le taux de rentabilité implicite des projets¹³⁵. C'est dans ce contexte que le Conseil d'Administration est amené à approuver le *Business Plan* sur 5 ans établi annuellement (§ 4.4.2.2.i) dans le cadre du plan stratégique du Groupe.

¹³¹ Pour mémoire, en 2021, les éléments non récurrents représentent un produit net de 13,4 M€ correspondant essentiellement :

- à l'effet rétroactif d'avenants de contrats de vente d'électricité de deux centrales en Outre-mer (Galion 2 et Saint Pierre) ayant permis au Groupe de bénéficier de compensations tarifaires rétroactives au titre de la prise en charge par EDF d'une partie des surcoûts de construction de la tranche biomasse en 2018 (Galion 2) et de la turbine à combustion en 2019 (TAC Saint Pierre) : 6 M€ ;
- au produit résultant du règlement d'un litige avec un fournisseur sur la fourniture d'une turbine : 6 M€ ;
- à la reprise d'une provision devenue sans objet suite à l'extinction d'une garantie de passif : 2,1 M€.

¹³² Cf. analyse des multiples des Comparables Boursiers (§ 4.4.4.2).

¹³³ Les achats, qui comprennent le coût des matières consommées dans la production d'électricité, incluent notamment le charbon et le fuel.

¹³⁴ Versus 31% en 2013.

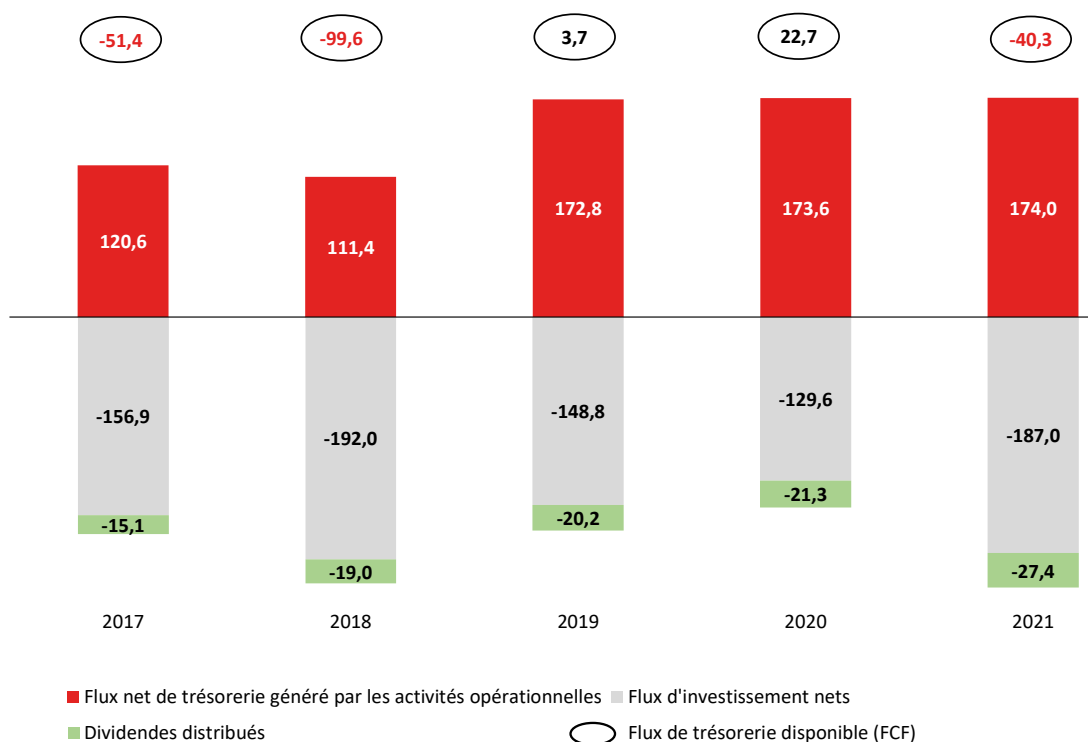
¹³⁵ Étant rappelé le mécanisme d'indexation du prix de l'électricité sur le coût des combustibles (§ 3.3.1.1).

3.3.1.3. Évolution des flux de trésorerie

En lien avec l'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires et de la rentabilité du Groupe, nous avons comparé, sur la période 2017-2021 :

- les flux nets de trésorerie générés par les activités opérationnelles ; et
- les flux de trésorerie disponible (« FCF »), correspondant aux flux nets de trésorerie générés par les activités opérationnelles minorés des flux d'investissement nets, en tenant compte également des distributions de dividendes ;

Évolution du FCF après distribution de dividendes 2017-2021 (M€)



Source : Rapports financiers Albioma

Au cours des cinq derniers exercices, les flux nets de trésorerie générés par les activités opérationnelles ne couvrent systématiquement pas à eux seuls le financement des investissements et des distributions récurrentes de dividendes¹³⁶ (§ 4.4.3.2)¹³⁷. Ce constat est toutefois à nuancer au regard de la capacité du Groupe à dégager des flux de trésorerie récurrents, hors investissements de développement, lui permettant de disposer des apports en fonds propres qui emportent l'accord de ses partenaires bancaires dans la levée des financements indispensables au lancement de chaque projet.

¹³⁶ Dividendes versés aux actionnaires d'Albioma et aux intérêts minoritaires.

¹³⁷ Les distributions de dividendes sont incluses dans le flux net de trésorerie généré par les activités de financement.

3.3.2. Structure bilancielle

Au 31 décembre 2021, la structure bilancielle simplifiée du Groupe, qui se caractérise par la prépondérance des actifs corporels et de l'endettement net, se résume comme suit.

Bilan simplifié

M€	déc-21	Var 2017-2021
Écarts d'acquisition	15,6	3,9
Immobilisations incorporelles	119,5	21,4
Immobilisations corporelles	1 384,3	341,9
Participations dans les entreprises associées	25,7	2,3
BFR	51,5	36,6
Actif économique	1 596,6	406,0
Actifs financiers non courants	8,6	6,9
Instruments financiers passifs	(32,5)	1,7
Autres actifs et passifs financiers	(24,0)	8,6
Impôts différés actifs	2,4	(4,2)
Impôts différés passifs	(23,0)	16,1
Impôts différés	(20,5)	11,9
Provisions pour avantages au personnel	(48,6)	(15,6)
Autres provisions	(3,4)	9,1
Provisions	(52,0)	(6,5)
Trésorerie et équivalents	107,9	15,8
Dépôts liés aux opérations de location financement	4,5	2,0
Dettes financières courantes et non courantes	(1 013,0)	(305,7)
Endettement net	(900,6)	(287,9)
Intérêts minoritaires	(96,5)	(18,1)
Actif net comptable (part du Groupe)	502,9	114,2

Source : DEU 2021

3.3.2.1. Écarts d'acquisition

Les écarts d'acquisition (15,6 M€) sont essentiellement composés des survaleurs constatées suite aux entrées de périmètre dans les secteurs Biomasse Thermique France (7,3 M€) et Solaire (5,9 M€). L'évolution de ce poste sur la période 2017 à 2021 est essentiellement impactée par l'acquisition d'Eneco France (devenu Albioma Solaire France) en décembre 2018 (§ 3.1) destinée à développer les capacités de production d'énergie d'origine solaire du Groupe¹³⁸.

¹³⁸ L'activité principale d'Eneco France consiste à développer, construire et exploiter des centrales photovoltaïques en toitures et sur hangars agricoles chez les particuliers ou les industriels dans le Sud de la France. Cette prise de contrôle a généré la reconnaissance d'un écart d'acquisition de 13,3 M€ en 2018 dont l'allocation, intervenue sur l'exercice suivant, a permis sa requalification à concurrence 7,3 M€ (survaleur sur contrats de ventes d'électricité notamment).

3.3.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles (**119,5 M€**) correspondent essentiellement à la juste valeur des contrats de livraison d'énergie conclus par les différentes filiales d'Albioma en France Outre-mer et au Brésil (**90,5 M€**).

Le solde représente les droits d'utilisation en application de la norme IFRS 16 « Contrats de location » (**29,1 M€**), en regard de la dette de location (§ 3.3.2.10).

3.3.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles (**1 384,3 M€**), dont le volume et la croissance historique illustrent le caractère capitalistique de l'activité et en regard la mobilisation de moyens financiers au travers de l'endettement, se répartissent entre :

- les installations en service (**1.200,2 M€**) intégrant notamment les centrales en activité sur des projets entrés en phase d'exploitation ; et
- les immobilisations en cours (**184,0 M€**) concernant les projets en développement portés par le Groupe.

En phase de croissance de ses activités dans le solaire et à l'international, et d'intensification de son plan de transition énergétique en Outre-mer, le Groupe a engagé près de 940 M€ d'investissements entre 2013 et 2021, qu'il prévoit de compléter avec un volant de 600 M€ à 800 M€ d'investissements de développement à l'horizon 2025 (§ 3.1.4).

3.3.2.4. Sociétés mises en équivalence

Les sociétés mises en équivalence (**25,7 M€**) correspondent aux entités sous influence notable, essentiellement constituées des participations minoritaires d'Albioma dans des projets à l'Île Maurice¹³⁹ et au Brésil¹⁴⁰.

3.3.2.5. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) dont le montant net s'établit à **51,5 M€** au 31 décembre 2021, soit environ un mois de chiffre d'affaires, a évolué comme suit au cours des cinq dernières années :

¹³⁹ Terragen, OTEO Saint-Aubin, OTEO La Baraque.

¹⁴⁰ Vale do Parana.

BFR

M€	2017	2018	2019	2020	2021
Stocks	54,5	62,2	55,0	60,3	75,8
Clients et autres débiteurs	44,5	62,5	59,3	67,5	95,8
Autres actifs non courants	-	-	0,2	0,1	-
Autres actifs courants	41,0	51,7	49,3	44,4	36,7
Fournisseurs	(62,7)	(66,4)	(76,8)	(71,1)	(91,3)
Dettes fiscales et sociales	(30,5)	(35,9)	(32,9)	(42,9)	(43,0)
Autres passifs courants	(31,9)	(49,0)	(33,7)	(31,0)	(22,4)
BFR	15,0	25,2	20,3	27,3	51,5
Chiffre d'affaires	399,1	428,3	505,7	506,7	573,3
<i>BFR en % du chiffre d'affaires</i>	<i>4%</i>	<i>6%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>9%</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>13,7</i>	<i>21,4</i>	<i>14,7</i>	<i>19,6</i>	<i>32,8</i>

Source : Analyse Ledouble

Compte tenu des conditions dans lesquelles Albioma exerce l'essentiel de ses activités, dans le cadre de partenariats de long terme avec des acteurs clés et solidement implantés sur ses marchés, le BFR et ses variations sont maîtrisés, le Groupe étant parvenu historiquement à contenir les besoins de financement de son cycle d'exploitation en deçà de 30 jours¹⁴¹ de chiffre d'affaires.

3.3.2.6. Autres actifs et passifs financiers

Les autres actifs et passifs financiers non courants (**24,0 M€**), qui s'entendent hors dépôts liés aux opérations de location financement, retraités de l'endettement net (§ 3.3.2.10), comprennent essentiellement des instruments dérivés actif (**3,1 M€**) et passif (**32,5M€**) relatifs à des couvertures¹⁴² de dettes à taux variables par *swaps* de taux.

3.3.2.7. Impôts différés

Les impôts différés se soldent par un passif net de **20,5 M€** résultant principalement de la différence entre les valeurs comptables et les valeurs fiscales des locations-financements.

Les déficits reportables activés à fin 2021 sont peu significatifs ; aucun déficit fiscal non activé n'a été recensé au 31 décembre 2021.

3.3.2.8. Provisions

Les provisions (**52,0 M€**), couvrent principalement les engagements vis-à-vis du personnel (**48,6 M€**) et les coûts de remise en état et démontage de certaines centrales (**1,3 M€**).

3.3.2.9. Trésorerie et équivalents de trésorerie

Le Groupe présente au 31 décembre 2021 un volant de trésorerie de **107,9 M€** réparti entre :

- la trésorerie disponible (**93,2 M€**) ;
- les équivalents de trésorerie (**14,7 M€**) représentatifs de SICAV monétaires et de dépôts à terme.

¹⁴¹ Délai usuellement admis par la mise en paiement d'une dette commerciale.

¹⁴² Charges d'intérêts futurs exclues de l'endettement net.

3.3.2.10. Dette financière nette

Les dettes financières courantes et non courantes, d'un montant de **1.013,0 M€** au 31 décembre 2021, se ventilent comme suit :

- emprunts bancaires et autres dettes financières assimilés, d'un montant de 961,2 M€, regroupant :
 - les dettes projet : 818,6 M€¹⁴³ ;
 - la dette *corporate*¹⁴⁴ : 142,5 M€ ;
- dette de loyer IFRS 16¹⁴⁵ : 42,0 M€ ;
- dette de crédit-bail : 9,8 M€.

La juste valeur de la dette au 31 décembre (**1.157,9 M€**) ressort à un montant de 144,9 M€ supérieur à la valeur comptable (1.013,0 M€).

Après prise en compte de la trésorerie disponible et ses équivalents, d'un montant de 107,9 M€ (§ 3.1.2.9) et des dépôts liés aux opérations de location financement, d'un montant de 4,5 M€, l'endettement financier net à fin 2021 communiqué par le Groupe s'établit à **900,6 M€**.

La progression significative de l'endettement net sur les cinq derniers exercices (+287,9 M€, +47%) est à relier au financement du volume significatif d'investissements entrepris par le Groupe¹⁴⁶ et au recours à la dette de projet¹⁴⁷, composante indissociable du *business model* d'Albioma¹⁴⁸.

¹⁴³ Les dettes projet sont pour l'essentiel sans recours sur l'actionnaire, à l'exception d'une partie de la dette brésilienne et des projets en cours de construction, pour lesquels la Société a accordé des garanties en tant que maison-mère ; les frais d'émission d'emprunt (22,2 M€) sont comptabilisés en réduction de dette.

¹⁴⁴ Y compris la dette contractée auprès d'investisseurs institutionnels dans le cadre de la levée de fonds *Sustainability linked Euro PP* souscrite en décembre 2020 pour un montant de 100 M€ (§ 3.1.2.1) et le tirage d'une ligne de crédit court terme (RCF) de 19 M€.

¹⁴⁵ La norme IFRS 16 aboutit à un traitement des contrats de location simple similaire à celui des contrats de location-financement, impliquant la comptabilisation d'une dette de location au bilan.

¹⁴⁶ Dont notamment la conversion des centrales thermiques au « 100% biomasse » (§ 3.1.2.1 et § 3.3.2.3).

¹⁴⁷ Les *covenants* sont logés au niveau des projets.

¹⁴⁸ Les projets d'investissement du Groupe sont financés à hauteur d'environ 75% par la dette projet et, en complément, par le recours aux fonds propres et aux partenaires minoritaires.

3.4. Matrice SWOT

Forces	Faiblesses
- Modèle économique résilient reposant sur des contrats à long terme et peu sensible aux facteurs conjoncturels - Leadership mondial dans la valorisation de la bagasse et forte présence dans les territoires ultramarins français - Barrières à l'entrée sur les principaux marchés et zones d'implantation - Business historique mature et récurrent fondé sur des partenariats de long terme, à l'amont et à l'aval, avec les industriels du sucre contribuant à la stabilité et à la pérennité de la rentabilité - Parc d'actifs en croissance et capacité à lever des financements en relation avec le programme d'investissements - Qualité de la notation de la performance extra-financière	- Opportunités de croissance sur les marchés historiques (Outre-mer français) restreintes - Dépendance au marché français Outre-mer et diversification encore limitée (part importante du chiffre d'affaires et de l'EBITDA générée par le secteur France - Biomasse Thermique) - Intensité capitalistique associée à un niveau d'endettement élevé - Coût de production de l'énergie à partir de biomasse structurellement stable, quand celui d'autres énergies renouvelables tend à diminuer - Politique d'investissement conditionnée par le financement externe - Érosion progressive des primes fixes sur la durée des contrats - Activité sensible aux aléas météorologiques
Opportunités	Menaces
- Plein essor de la consommation d'énergies renouvelables à l'échelle mondiale - Conversion de l'ensemble des centrales du segment Biomasse Thermique au "100% biomasse" et transition vers une production quasi-exclusive d'énergies renouvelables à l'horizon 2030 - Perspectives de développement au Brésil - Diversification sur des secteurs en croissance (solaire et géothermie) - Potentiel de développement à l'international avec la quête de nouveaux marchés et sources d'approvisionnement en biomasse, en s'appuyant éventuellement sur la croissance des partenaires sucriers dans des zones productrices de canne à sucre (Amérique latine et Asie) - Perception positive et attractive de l'énergie renouvelable favorable aux investissements	- Risques opérationnels (incidents techniques), environnementaux (conditions climatiques), sociaux (grèves) - Instabilité du marché monétaire brésilien, hautement inflationniste - Relative précarité du statut d'exploitant au Brésil en l'absence de maîtrise foncière - Contexte d'augmentation des cours du charbon et des quotas d'émission de CO₂ conduisant au renchérissement des coûts de production et à la baisse des taux d'appel des centrales par EDF - Risque réglementaire

4. Évaluation des Titres

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère de l'Action (l'« **Évaluation** ») et du BSAAR dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.4) ;
- la synthèse de l'Évaluation et les primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 4.5) ;
- l'évaluation du BSAAR (§ 4.6).

Le Prix de l'Offre de l'Action est présenté, ci-après, dividende attaché (0,84 €) ; le détachement de coupon interviendra le 9 juin 2022 et sa mise en paiement le 13 juin 2022¹⁴⁹.

4.1. Données structurant l'Évaluation

4.1.1. Référentiel comptable

Albioma établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS) qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'Albioma au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

4.1.2. Date d'évaluation

Les comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2021, qui sont les derniers comptes consolidés publiés, servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation de l'Action, notamment en ce qui concerne l'endettement net financier (§ 4.1.4).

Les dates de référence retenues pour l'analyse du cours de bourse (les « **Dates de Référence** ») sont celles du :

- 7 mars 2022 : date précédant des mouvements importants en bourse sur l'Action suite aux rumeurs concernant l'intérêt de KKR pour l'acquisition d'Albioma, lesquelles ont été confirmées le 9 mars 2022 par l'annonce de discussions préliminaires avec KKR (§ 1) ;
- 27 avril 2022 : dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue le 28 avril 2022.

Les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation (§ 4.4.1.3) ainsi que les agrégats et les capitalisations boursières des Comparables Boursiers (§ 4.4.4) ont été arrêtés au 20 mai 2022.

¹⁴⁹ Albioma, communiqué de presse du 25 mai 2022.

4.1.3. Nombre d'Actions dilué

Nous avons retenu pour l'Évaluation le nombre total d'Actions sur une base diluée au 31 décembre 2021, qui s'établit à 32.993.142 Actions :

Nombre d'Actions dilué	
	31-déc-21
Actions ordinaires	32 052 047
Autodétention	(401 759)
Actions de Performance	770 501
BSAAR	572 353
Nombre d'Actions dilué	32 993 142

Source : Société

- le nombre d'Actions en circulation et le nombre d'Actions auto-détenues qui y est retranché dans le nombre d'Actions dilué s'établissent s'élèvent respectivement à 32.052.047 Actions et 401.759 Actions ;
- l'incidence des Actions de Performance sur la valeur de l'Action a été appréhendée *via* le nombre d'Actions dilué ;
- le nombre d'Actions potentiel au titre de l'exercice des BSAAR a été calculé selon la *Treasury method*, consistant à utiliser le produit de l'exercice des BSAAR pour le rachat d'Actions sur le marché, en l'occurrence au Prix de l'Offre de l'Action :
 - nombre de BSAAR au 31 décembre 2021 : 971.890 (§ 2.3.1) ;
 - produit de l'exercice des BSAAR : 20.312.501 €¹⁵⁰ ;
 - nombre d'Actions potentiellement rachetées sur le marché : 399.537¹⁵¹ ;
 - nombre résiduel de BSAAR : 572.353¹⁵².

L'évolution subséquente du nombre d'Actions dilué n'est pas de nature à majorer la valeur de l'Action que nous présentons au terme de l'Évaluation (§ 4.5).

4.1.4. Dette nette financière

L'Évaluation se fonde sur un endettement net financier au 31 décembre 2021, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe. Nous avons différencié l'endettement net financier en fonction des caractéristiques des méthodes d'évaluation retenues.

Les intérêts minoritaires s'ajoutent à l'endettement net financier dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe :

- nous avons estimé la valeur actuelle des intérêts minoritaires sur la base du Plan d'Affaires Séries longues sous-tendant la valeur de l'Action en SOTP (§ 4.4.1.2.i) ;
- le poids relatif des intérêts minoritaires par rapport à la valeur des capitaux propres en SOTP a été dupliqué dans la valeur des fonds propres résultant des autres méthodes d'évaluation.

¹⁵⁰ Nombre de BSAAR au 31 décembre 2021 : 971.890 x Prix d'exercice du BSAAR : 20,9 €.

¹⁵¹ Produit de l'exercice des BSAAR : 20.312.501 € / Prix de l'Offre de l'Action (dividende attaché) : 50,84 €.

¹⁵² Nombre de BSAAR au 31 décembre 2021 : 971.890 - Nombre d'Actions potentiellement rachetées sur le marché : 399.537.

Les sociétés mises en équivalence sont intégrées pour leur quote-part dans les projections du Plan d’Affaires Séries longues (4.4.1.2.i) et du *Business Plan* Groupe 2022-2026 (§ 4.4.2.2.i).

4.1.4.1. Endettement net financier en valorisation DCF

L’endettement net financier hors intérêts minoritaires retenu pour l’évaluation du Groupe en DCF (§ 4.4.2), d’un montant de **903,6 M€**, est constitué de la dette nette comptable, d’un montant de 900,6 M€ (§ 3.3.2.10), ajustée :

- des provisions pour risques et charges autres que les provisions pour avantages au personnel¹⁵³ (3,4 M€) ;
- des prêts et autres actifs financiers (0,4 M€).

Endettement net financier - Intrinsèque	
M€	déc.-21
Dettes financières courantes et non courantes	1 013,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(107,9)
Dépôts liés aux opérations de location financement	(4,5)
Dette nette comptable	900,6
Provisions pour risques	3,4
Prêts et autres actifs financiers	(0,4)
Endettement net financier hors minoritaires	903,6

Source : Analyse Ledouble

La dette de loyers y est intégrée, au regard du *Business Plan* Groupe 2022-2026 incluant l’impact de la norme IFRS 16 « Contrats de location », dont découlent les flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4.2.2).

Les intérêts minoritaires dans l’évaluation du Groupe en DCF sont valorisés entre **199 M€** et **225 M€**.

4.1.4.2. Endettement net financier en valorisation SOTP

Le Plan d’Affaires « Séries longues » exploité pour l’évaluation du Groupe en « somme des parties » (§ 4.4.1.2) excluant par construction l’impact de la norme IFRS 16 « Contrats de location », nous avons déduit de l’endettement net financier en valorisation DCF la dette de loyers IFRS 16.

L’endettement net financier ainsi calculé, retenu pour l’évaluation du Groupe en SOTP, s’élève à **862 M€**¹⁵⁴.

Les intérêts minoritaires dans l’évaluation du Groupe en SOTP sont valorisés à **194 M€**.

¹⁵³ Le *Business Plan* Groupe 2022-2026 sous-tendant le calcul de la valeur d’entreprise en DCF intègre les charges correspondant aux avantages au personnel.

¹⁵⁴ Endettement net financier en valorisation DCF : 903,6 M€ - Dette de loyers IFRS 16 : 42,0 M€ (§ 3.3.2.10).

4.1.4.3. Endettement net financier en valorisation analogique

Afin de procéder à un calcul homogène avec celui issu de nos bases de données, nous retenons pour la valorisation analogique du Groupe un endettement net financier correspondant l'endettement net comptable de **900,6 M€** (§ 4.1.4.1).

Les intérêts minoritaires dans l'évaluation analogique du Groupe par les Comparables Boursiers sont valorisés entre **209 M€** et **267 M€** (§ 4.4.4.3).

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) n'a pas été retenue, étant considéré que l'ensemble des actifs détenus sont affectés à l'exploitation et ne recèlent pas de plus-value latente significative.

4.2.2. Transactions comparables

La méthode des multiples transactionnels n'a pas été jugée pertinente, que ce soit :

- aux bornes du Groupe, en l'absence de transactions sur des cibles ayant un *business mode*/similaire ;
- par segment opérationnel, en raison d'un nombre de transactions exploitables insuffisant¹⁵⁵.

4.2.3. Multiples de capacité

Les multiples de capacité n'ont pas été appliqués, compte tenu de la génération de *cash-flows* essentiellement portée par l'activité France – Biomasse Thermique, dont la valeur repose davantage sur la disponibilité des centrales que sur leur capacité de production¹⁵⁶ (§ 3.1.3 et § 3.3.1.1).

4.3. Références boursières

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1), d'une analyse patrimoniale pour les Actionnaires (§ 4.3.2) et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.3).

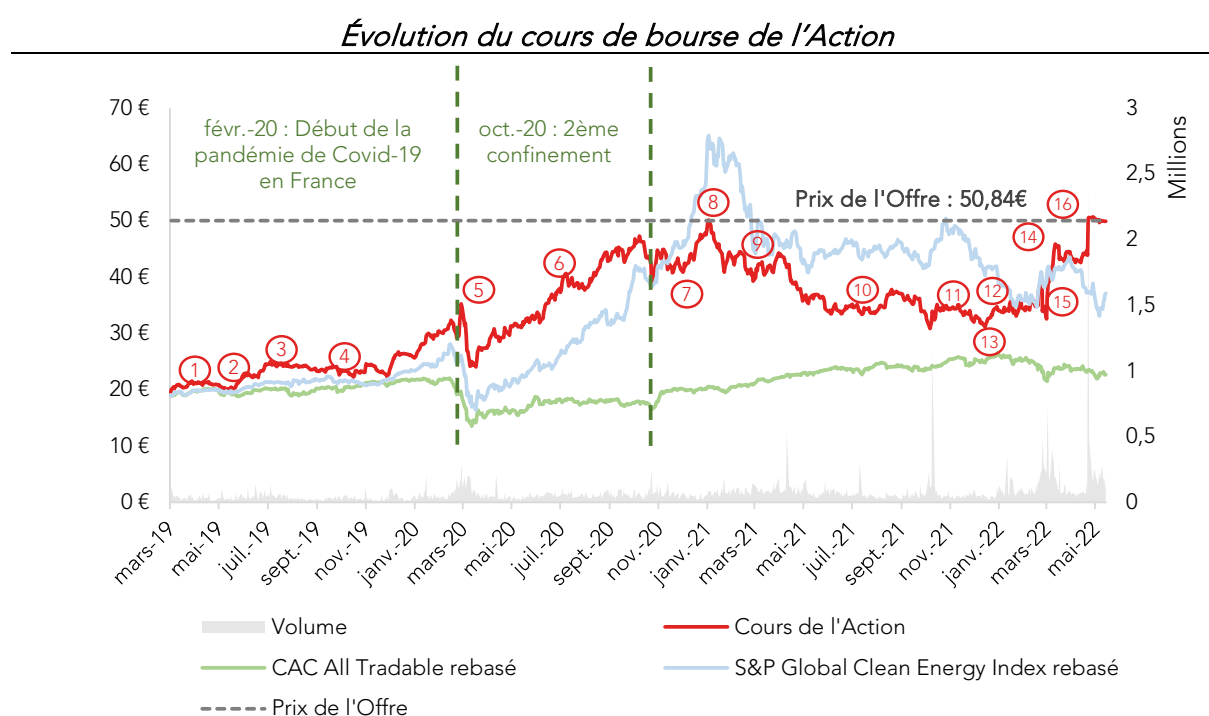
¹⁵⁵ À l'exception de l'activité solaire, qui n'est pas prépondérante dans les activités du Groupe (§ 3.1.2.2).

¹⁵⁶ En tout état de cause, l'application des multiples de capacité dont nous disposons à l'ensemble des puissances installées du Groupe ne remet pas en cause notre appréciation du Prix de l'Offre de l'Action.

4.3.1. Analyse du cours de bourse

Les Actions sont cotées sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris¹⁵⁷

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action¹⁵⁸ sur les 24 mois antérieurs au 7 mars 2022, dernière cotation avant perturbation du cours de bourse, par référence au *CAC All Tradable* et à l'indice sectoriel *S&P Global Energy Index* rebasé sur le cours de l'Action ; compte tenu de l'effet des rumeurs sur le cours de l'Action, la date du 7 mars 2022 apparaît la plus pertinente en termes de références boursières (§ 1) :



Le cours de l'Action a surperformé par rapport à l'indice *CAC All Tradable* sur l'ensemble de la période.

Deux périodes distinctes se dégagent de l'analyse du cours de l'Action par référence à l'indice sectoriel *S&P Global Energy Index* rebasé, étant précisé que le secteur des énergies renouvelables a bénéficié d'un intérêt marqué des investisseurs au cours de l'année 2020 :

- une évolution de l'Action dans la tendance de l'indice sectoriel sur la période d'embellie des énergies renouvelables ;
- un repli de l'indice *S&P Global Energy Index* à compter de janvier 2021 et un décalage de la performance de l'Action par rapport aux valeurs du secteur.

¹⁵⁷ Sous le code ISIN FR0000060402, mnémonique ABIO (§ 2.1.1).

¹⁵⁸ Cours journaliers ajustés des opérations sur le capital.

Nous avons recensé les événements intervenus au sein du Groupe en regard de l'évolution du cours de bourse de l'Action sur ces deux périodes :

Événements marquants

N°	Date	Commentaires
①	8-mars-19	Publication des résultats annuels 2018, EBITDA : +18%, RNPG : +18%
②	29-mai-19	Option pour le paiement du dividende en actions nouvelles de la Société, à hauteur de 50% du dividende mis en distribution (0,35 € par Action)
③	24-juil.-19	Publication des résultats S1 2019, CA : +19%, EBITDA : +17%
④	23-oct.-19	Publication du chiffre d'affaires Q3 2019, confirmation des objectifs de résultat 2019 en haut de fourchette
⑤	3-mars-20	Publication des résultats annuels 2019, CA : +18%, EBITDA : +12%
⑥	30-juil.-20	Publication des résultats S1 2020, CA : +4%, EBITDA : +19%
⑦	7-déc.-20	Émission du placement privé en euros lié au développement durable (<i>Sustainability-Linked Euro PP</i>) pour un montant de 100 M€ à 7 et 8 ans
⑧	27-janv.-21	Annonce de l'acquisition de Gümüşköy, centrale géothermique en Turquie
⑨	4-mars-21	Publication des résultats annuels 2020, CA stable, EBITDA : +13%
⑩	28-juil.-21	Publication des résultats S1 2021, CA : +7%, EBITDA : (1%)
⑪	21-déc.-21	Entrée en négociation exclusive en vue de l'acquisition d'une centrale géothermique en Turquie
⑫	24-déc.-21	Annonce de l'acquisition d'une deuxième centrale géothermique en Turquie à Kuyucak
⑬	27-déc.-21	Annonce de l'acquisition au Québec de La Granaudière, usine de production de granulés de bois
⑭	2-mars-22	Publication des résultats annuels 2021, CA : +13%, EBITDA : +4%
⑮	9-mars-22	Communiqué de la Société confirmant la conduite de discussions préliminaires avec KKR (augmentation du cours de 6% par rapport à la veille)
⑯	28-avr.-22	Publication d'un communiqué confirmant l'accord stratégique entre la Société et KKR en vue d'une offre publique d'achat au prix d'Offre de 50 € par Action, hors dividende

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes¹⁵⁹ (« CMPV ») de l'Action aux Dates de Référence (§ 4.1.2) sur la base de cours ajustés :

Analyse des CMPV ajustés

€	Avant rumeurs 7-mars-22	Avant annonce 27-avr.-22
Spot (clôture)	33,5	43,7
20 séances	35,5	43,7
60 séances	34,7	39,3
120 séances	34,3	37,6
180 séances	34,5	36,7
250 séances	35,7	36,3
12 mois	35,9	36,4
Min 12 mois	31,1	31,1
Max 12 mois	44,5	46,0
Min 24 mois	23,7	30,0
Max 24 mois	50,0	50,0

Source : Bloomberg

¹⁵⁹ Les cours de clôture au 7 mars 2022 et au 27 avril 2022 et les cours minimum et maximum sont exprimés en cours *spot*; les CMPV sont retranscrits en cours *intraday*.

- les CMPV sont inférieurs au Prix de l'Offre de l'Action ;
- au cours des 12 derniers mois précédant les Dates de Référence, l'ensemble des volumes ont été échangés à un cours inférieur au Prix de l'Offre de l'Action ;
- au cours des 24 derniers mois précédant les Dates de Référence, le cours de bourse a atteint un pic de 50,00 €¹⁶⁰.

Pour information, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les 12 derniers mois décomptés au 30 avril 2022, est calculée comme suit à 122%, illustrant une relative fluidité des échanges :

Rotation de l'Action	
	avril-22
Volume échangé 12 mois	22 845 530
Flottant	18 759 618
Rotation du flottant (%)	122%

Sources : Bloomberg, Société, analyses Ledouble

4.3.2. Analyse patrimoniale

Nous avons examiné sur une longue période l'évolution du cours de l'Action qui, majoré des dividendes versés, traduit la vision patrimoniale d'un actionnaire entré au capital à une date donnée ; le cours de bourse ayant atteint un point haut en juin 2007, nous en avons recensé l'historique sur une période longue jusqu'à mi-2001¹⁶¹.

Évolution de la valeur patrimoniale pour un actionnaire entré au capital en juin 2001



Source : Société

¹⁶⁰ Cours de clôture. Source : Bloomberg.

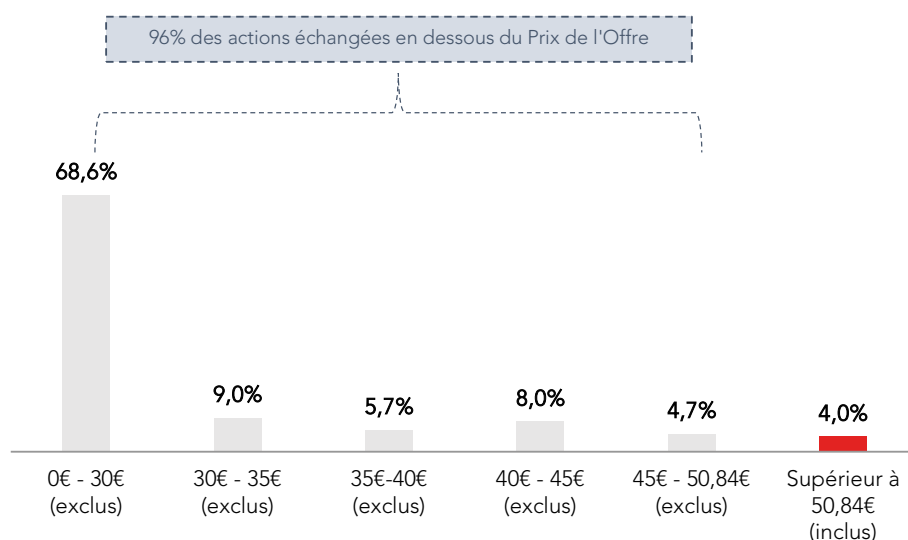
¹⁶¹ L'année 2001 marque la fusion de Séchilienne et de Sidec, ayant conduit à la création d'Albioma (§ 3.1).

Au vu de cette analyse, et à titre seulement informatif, les Actionnaires susceptibles d'apporter leurs Titres à l'Offre pourraient réaliser un gain nominal calculé comme la différence entre :

- le Prix de l'Offre de l'Action majoré des dividendes cumulés non réinvestis depuis leur date d'entrée au capital de la Société ; et
- le cours de l'Action à la date d'acquisition.

À titre également indicatif, depuis 1992¹⁶², 96% des Actions se sont échangées en deçà du Prix de l'Offre de l'Action.

Volume d'Actions échangées depuis 1992



Sources : Société, Bloomberg

4.3.3. Cours cible des analystes

Nous avons recensé les cours cible des analystes en charge du suivi de l'Action¹⁶³ :

- avant les rumeurs et l'annonce de l'Offre ;
- postérieurement à l'annonce de l'Offre.

¹⁶² Jusqu'au 7 mars 2022 (dernier jour de cotation avant rumeurs) ; les volumes échangés ainsi que les cours de bourse associés sont disponibles jusqu'en 1992 sur la base de données Bloomberg.

¹⁶³ Les cours cible grisés dans le tableau, non mis à jour par les analystes, n'entrent pas dans le calcul de la médiane et de la moyenne (pour mémoire, Société Générale a suspendu son cours cible après les premières rumeurs).

Cours cible des analystes

Analyste	Avant rumeurs		Avant annonce		Après annonce	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible	Date	Cours cible
TP ICAP Midcap	02-mars-22	54,0 €	02-mars-22	54,0 €	28-avr-22	50,0 €
Société Générale	02-mars-22	50,0 €	02-mars-22	50,0 €	02-mars-22	50,0 €
Oddo BHF	02-mars-22	57,0 €	14-avr-22	55,0 €	22-avr-22	55,0 €
Portzamparc	03-mars-22	40,0 €	03-mars-22	40,0 €	28-avr-22	50,8 €
CIC Market Solutions	03-mars-22	59,0 €	08-mars-22	59,0 €	28-avr-22	59,0 €
Gilbert Dupont	03-mars-22	50,4 €	08-mars-22	50,4 €	28-avr-22	50,0 €
ID MidCaps			09-mars-22	50,0 €	09-mars-22	50,0 €
Kepler Cheuvreux	02-mars-22	45,0 €	11-mars-22	50,0 €	29-avr-22	50,0 €
Jefferson Research					06-mai-22	50,0 €
Médiane		50,4 €		50,4 €		50,0 €
Moyenne		50,8 €		52,9 €		51,6 €

Source : Bloomberg, Notes d'analystes

Les cours cible des analystes avant les rumeurs s'échelonnent entre 40,0 € et 59,0 €, soit en médiane **50,4 €** et en moyenne **50,8 €**.

Les cours cible postérieurs à l'annonce de l'Offre ont été ajustés au Prix de l'Offre de l'Action, à l'exception de ceux de CIC Market Solutions (59,0 €) et Oddo BHF (55,0 €).

4.4. Méthode d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre de l'Action, nous nous référons, à titre principal, aux valorisations obtenues :

- en somme des parties ou *Sum of the parts* (« **SOTP** ») (§ 4.4.1) ;
- par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (« **DCF** ») aux bornes du Groupe (§ 4.4.2) ;
- par l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes ou *Dividend Discount Model* (« **DDM** ») aux bornes du Groupe (§ 4.4.3).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par référence aux multiples d'EBITDA, usuellement utilisés dans le secteur, calculés sur un panel de sociétés cotées réputées comparables au Groupe (§ 4.4.4).

4.4.1. Valorisation SOTP

4.4.1.1. Principe de la méthode

Cette méthode consiste à agréger la valeur des différents actifs du Groupe.

Les valorisations réalisées en SOTP reposent sur les données contributives de chacun des actifs existants et des projets identifiés au sein du Groupe pris dans son ensemble ; elles n'en présagent pas de la valeur *stand-alone*, ni du prix auxquels ils pourraient être cédés isolément.

Afin d'aboutir à la valeur des fonds propres du Groupe, nous avons déduit de la somme des valeurs des actifs et projets l'endettement net financier, et retraité les intérêts minoritaires qui ont été appréhendés directement au niveau des actifs concernés¹⁶⁴ (§ 4.1.4.2).

4.4.1.2. Présentation du plan d'affaires

(i) Séries longues

Nous nous sommes référés aux projections sous-tendant les tests de dépréciation annuels des actifs (*impairment*) que la Direction a mis à notre disposition (le « **Plan d'Affaires Séries longues** »).

Le Plan d'Affaires Séries longues repose sur des prévisions long terme de flux de trésorerie pour chaque actif existant (le « **Périmètre Existant** ») et chaque projet identifié (les « **Projets** »)¹⁶⁵, sous la forme de « séries longues » dont l'horizon s'étend, pour certains actifs, jusqu'en 2051, comprenant :

- l'échéance initiale du contrat ; et
- une prolongation tablant sur un renouvellement des contrats à des conditions moins favorables que celles en vigueur¹⁶⁶.

(ii) Valeur terminale

Le Plan d'Affaires Séries longues comprend une valeur terminale pour l'ensemble des actifs, à l'exception :

- des installations solaires dont il est considéré que la durée de vie touche à sa fin au terme des prévisions du Plan d'Affaires Séries longues ;
- des activités pour lesquelles la Société ne possède pas l'actif, mais dispose seulement d'un droit d'exploitation (§ 3.1.3.1).

Les valeurs terminales sont déterminées en fonction de deux approches, selon l'actif sous-jacent :

- soit une modélisation Gordon-Shapiro fondée sur l'EBITDA de la dernière année de prévisions ressortant du Plan d'Affaires Séries longues et un niveau d'investissements normatif égal aux dotations aux amortissements sur cette dernière séquence de prévisions ;
- soit une modélisation fonction du niveau moyen d'investissements validés et rémunérés sur une base contractuelle de 8,2% induisant le niveau de résultat opérationnel.

¹⁶⁴ Intégrés globalement en consolidation, mais non détenus à 100% ; sauf exception, chaque actif est logé dans une société dédiée.

¹⁶⁵ La compilation de ces projections est cohérente avec les données issues du *Business Plan* Groupe 2022-2026 exploité pour l'évaluation du Groupe en DCF (§ 4.4.2.2).

¹⁶⁶ Le système de rémunération des contrats long terme incluant un taux de rémunération des actifs et implicitement des Capex (§ 3.1.3.1), le maintien des conditions actuelles au stade du renouvellement impliquerait des flux d'investissements qui n'ont pas été intégralement modélisés dans le Plan d'Affaires Séries longues.

Cette approche d'évaluation, qui inclut explicitement l'ensemble des investissements nécessaires à l'exploitation du Périmètre Existant et des Projets, s'assimile à une méthode d'évaluation patrimoniale.

4.4.1.3. Taux d'actualisation

La valorisation de chacun des actifs composant le Périmètre Existant et des Projets suppose l'application d'un taux d'actualisation des flux de trésorerie différent selon l'activité et la zone d'exploitation.

Une prime de risque pays a ainsi été calculée au cas par cas en fonction de la position géographique des actifs du Périmètre Existant et des Projets¹⁶⁷. Une prime couvrant le risque de développement et d'exécution de 1% a en outre été ajoutée aux taux d'actualisation des Projets.

Les coefficients beta¹⁶⁸, intégrés dans les taux d'actualisation utilisés pour la valorisation :

- des actifs du Périmètre Existant et des Projets par activité (biomasse et géothermie : 0,54 et solaire : 0,44) sont issus d'un panel de comparables ;
- de la holding (0,62) résulte du beta de la Société (§ 4.4.2.3).

Taux d'actualisation par région

Pays	La Réunion Thermique	La Réunion Solaire	Guyane Solaire	Martinique Thermique	Martinique Solaire	Guadeloupe Thermique	Guadeloupe Solaire	Mayotte	Brésil	Maurice	Turquie	Métropole	Holding
Taux sans risque	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Beta	0,54	0,44	0,44	0,54	0,44	0,54	0,44	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,44
Rendement de marché	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%
Prime de risque	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%	6,86%
Taux d'actualisation	4,8%	4,1%	4,1%	4,8%	4,1%	4,8%	4,1%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,1%
Risque pays	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	2,2%	2,1%	2,0%		
Taux d'actualisation retenu	5,4%	4,7%	4,7%	5,4%	4,7%	5,4%	4,7%	5,4%	7,0%	6,9%	6,8%	4,1%	5,3%

Source : Bloomberg, Ledouble

4.4.1.4. Taux de croissance perpétuelle

Les taux de croissance à long terme retenus dans le Plan d'Affaires Séries longues, conformes à la méthodologie retenue par la Société pour la réalisation de ses tests de dépréciation des actifs, sont individualisés par actif du Périmètre Existant et par Projet.

4.4.1.5. Synthèse de la valeur de l'Action en SOTP

Nous avons combiné ci-après les variations des taux d'actualisation et des taux de croissance perpétuelle dans des proportions compatibles avec les paramètres du secteur¹⁶⁹, ainsi que les caractéristiques des actifs du Périmètre Existant et des Projets :

¹⁶⁷ L'estimation de la prime pays intègre :

- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps* (CDS) associés au rating souverain des pays concernés ; et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par l'agence Bloomberg.

¹⁶⁸ Les coefficients beta en SOTP sont calculés selon la même méthodologie qu'en DCF (§ 4.4.2.3).

¹⁶⁹ +/- 0,10% pour le taux d'actualisation et le taux de croissance perpétuelle ; à titre purement indicatif +/- 0,25% pour le taux d'actualisation.

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action - SOTP

Taux de croissance	Taux d'actualisation					Taux (+/- 25 bps)	
	(0,20%)	(0,10%)	0,00%	0,10%	0,20%	-0,25%	0,25%
(0,2%)	45,4 €	44,3 €	43,1 €	42,1 €	41,0 €	46,0 €	40,5 €
(0,1%)	45,8 €	44,6 €	43,4 €	42,3 €	41,3 €	46,4 €	40,8 €
-	46,1 €	44,9 €	43,8 €	42,6 €	41,6 €	46,7 €	41,0 €
0,1%	46,5 €	45,3 €	44,1 €	42,9 €	41,8 €	47,1 €	41,3 €
0,2%	46,9 €	45,6 €	44,4 €	43,3 €	42,1 €	47,5 €	41,6 €

La valeur de l'Action en SOTP s'inscrit dans une fourchette de **42,6 € à 44,9 €**, autour d'une valeur centrale de **43,8 €**.

4.4.2. Valorisation intrinsèque DCF

4.4.2.1. Principes de la méthode

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose :

- dans une hypothèse de continuité de l'exploitation, sur l'estimation d'un *cash flow* libre durable, et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle) ; ou
- dans une hypothèse de cession à moyen terme, sur l'application d'un multiple d'EBITDA.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, l'endettement net financier est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise).

4.4.2.2. Présentation du Business Plan Groupe 2022-2026

(i) Période Explicite

Le plan d'affaires quinquennal du Groupe sur la période 2022-2026 (la « **Période Explicite** »), dont les données ont été validées par le Conseil d'Administration en date du 29 décembre 2021 (le « **Business Plan Groupe 2022-2026** »), inclut :

- la progression de la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique, de 74% à fin 2021, vers un niveau cible de plus de 90% à horizon 2025 (§ 3.1.2.1 et § 3.3.1.2) ;
 - des dépenses d'investissements (les « **Capex** »), d'un montant total de **1,1 Md€** répartis sur l'horizon 2022-2026, permettant au Groupe :
 - de poursuivre sa transition énergétique en procédant notamment :
 - à la conversion des centrales en biomasse,
 - à la prolongation des Projets en cours sur les différentes activités,
 - au démarrage de nouveaux Projets,
- pris ensemble, les « **Capex de Développement** », dont le montant cumulé s'élève à **0,9 Md€** ;

- de maintenir les installations existantes (les « **Capex d'Exploitation** »), à hauteur de 0,2 M€.
- les prévisions concernant les centrales biomasse et géothermiques existantes, auxquelles s'ajoutent :
 - la conversion en biomasse de la dernière tranche d'Albioma Bois Rouge ;
 - les activités solaires incluant le carnet de commandes sécurisé (*pipe*) ;
 - l'activité générée par une nouvelle unité géothermique dont l'acquisition est prévue en 2022 ;
 - les activités de stockage exercées à Mayotte ;
 - l'acquisition de La Granaudière, finalisée en date du 27 décembre 2021¹⁷⁰, permettant à la Société de produire elle-même pour ses besoins propres des granulés de bois fournissant un combustible destiné aux centrales biomasse ;
 - les activités comprenant le développement :
 - d'activités Solaire en France et au Brésil ;
 - d'une centrale biomasse au Brésil ;
 - de trois projets de géothermie ;
 - d'une unité de valorisation énergétique (CSR).

De ces hypothèses découlent :

- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 7% sur la période 2022-2026 ;
- un taux de marge d'EBITDA, incluant les effets de la norme IFRS 16 « Contrats de location », en augmentation de près de 300 points de base sur la période 2022-2026 ;
- un taux de conversion de l'EBITDA en flux de trésorerie en progression, supérieur à 40%¹⁷¹ ;
- un cumul de flux de trésorerie négatifs sur la Période Explicite, compte tenu du poids des investissements.

(ii) Période d'Extrapolation

Afin de faire converger linéairement les différents agrégats vers un niveau normatif en valeur terminale, nous avons procédé à une extrapolation de la Période Explicite sur la période 2027-2031 (la « **Période d'Extrapolation** ») avec les hypothèses suivantes :

¹⁷⁰ Albioma, « Diversification des sources d'approvisionnement en biomasse durable du Groupe », [27 décembre 2021](#).

¹⁷¹ Le taux de conversion maximum sur la période 2017-2021 s'élevait à 20%.

- maintien du niveau de marge d'EBITDA par rapport à 2026 ;
- convergence linéaire du taux de Capex¹⁷² sur chiffre d'affaires vers le niveau normatif de 19%, correspondant à la moyenne observée sur la Période Explicite, hors Capex liés à la transition énergétique ;
- convergence linéaire du taux d'impôt sur les sociétés vers le niveau normatif de 25,83%, correspondant au taux d'impôt sur les sociétés en France et en Outre-Mer, où le Groupe réalise une part essentielle de l'EBITDA¹⁷³ (§ 3.1.2).

Le cumul des flux de trésorerie de la Période Explicite et de la Période d'Extrapolation est positif.

(iii) Approches mises en œuvre

Nos travaux à partir du *Business Plan* Groupe 2022-2026 se déclinent en trois volets :

- une valorisation incluant les données du *Business Plan* Groupe 2022-2026 à l'horizon 2025¹⁷⁴ et une valeur terminale calculée sur la base d'un multiple de sortie (« **DCF Multiple de Sortie** »), correspondant :
 - au multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 5.8) ;
 - à l'Iso-multiple mobilisé dans les Accords et Opérations Connexes (§ 6.1, § 6.3.2, § 6.4.3) ;
- une valorisation par l'application de la formule dite de Gordon-Shapiro à un flux récurrent, postérieurement à la Période Explicite, déterminé comme suit (« **DCF 2026** ») :
 - un EBIT fondé sur un niveau de *Return On Capital Employed* (ROCE) attendu conforme au taux de rentabilité des contrats long terme de l'ordre de 8,2 %, avant impôt (§ 4.4.1.2.ii) ;
 - un taux de Capex et de D&A¹⁷⁵ de 19% (§ 4.4.2.2.ii) ;
 - un taux d'impôt sur les sociétés normatif de 25,83% (§ 4.4.2.2.ii) ;
 - une variation de BFR nulle¹⁷⁶ ;
- une valorisation par l'application de la formule dite de Gordon-Shapiro à un flux récurrent, postérieurement à la Période d'Extrapolation, déterminé comme suit (« **DCF 2031** ») :
 - un EBITDA stabilisé par rapport au niveau de marge d'EBITDA de la dernière année de la Période d'Extrapolation ;
 - à l'identique du DCF 2026 :

¹⁷² Capex nécessaires à la prolongation des Projets en cours sur les différentes activités et des Projets initiés sur la Période Explicite.

¹⁷³ Ne disposant pas du mix géographique au-delà de la Période Explicite, nous avons considéré le taux français comme pertinent ; pour mémoire, le taux d'impôt sur les sociétés au Brésil est de 34% et en Turquie de 20%.

¹⁷⁴ Première fenêtre de liquidité pour Bpifrance par l'Option de vente BPI (§ 6.3.2).

¹⁷⁵ *Depreciation and Amortization*.

¹⁷⁶ Par référence au constat de la maîtrise historique du BFR et de ses variations (§ 3.3.2.5).

- un taux de Capex et de D&A de 19% ;
- un taux d'impôt sur les sociétés normatif de 25,83% ;
- une variation de BFR nulle.

4.4.2.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu intègre :

- un taux sans risque de 1,1% correspondant à la moyenne 3 mois des OAT 10 ans¹⁷⁷ ;
- un beta moyen désendetté¹⁷⁸ observé sur une période de 5 ans égal à 0,62, correspondant au beta de la Société¹⁷⁹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,9%**¹⁸⁰.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable au DCF 2026 et au DCF 2031 a été estimé à **5,3%**.

Taux d'actualisation - DCF	
Composants	%
Taux sans risque	1,1%
Beta endetté	0,62
Rendement de marché	7,95%
Prime de risque	6,9%
Taux d'actualisation	5,3%

Sources : Bloomberg, Banque de France

4.4.2.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale dans les modèles DCF 2026 et DCF 2031 a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **1,5%** en ligne avec :

- le taux que nous retenons pour la détermination de la prime de risque Ledouble (§ 4.4.2.3) ;
- le taux d'inflation à long terme pour la zone France.

¹⁷⁷ Source : Banque de France.

¹⁷⁸ Représentatif de l'actif économique, étant précisé que nous avons déterminé le coût du capital à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) en privilégiant la méthode « directe » qui consiste à calculer le coût du capital en tant que taux d'actualisation à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise (l'alternative étant la méthode « indirecte » qui consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette pour calculer le taux d'actualisation). Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital.

¹⁷⁹ Compte tenu des spécificités du *business model* d'Albioma (exploitation de la quasi-totalité des actifs en zones insulaires, soumises à des aléas climatiques, risque marchand modéré en raison de la contractualisation des ventes d'énergie, rémunération sur la base du critère de disponibilité des centrales), nous avons retenu le beta intrinsèque de la Société. À titre indicatif, l'application d'un beta par référence aux acteurs comparables conduit à minorer le taux d'actualisation de 10 et 20 points de base, selon le mix énergétique retenu ; nos tables de sensibilité en mesurent l'incidence (§ 4.4.2.5).

¹⁸⁰ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **7,95%** (source : Ledouble, 29 avril 2022), qui, sous déduction du taux sans risque de 1,1%, induit une prime de risque de **6,85%**.

4.4.2.5. Synthèse de la valeur de l'Action en DCF

(i) DCF Multiple de Sortie

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action - Multiple de Sortie

Multiple de sortie	Taux d'actualisation					Taux (+/- 25 bps)	
	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,1%	5,6%
x11,7	45,0 €	44,7 €	44,5 €	44,3 €	44,0 €	45,1 €	43,9 €
x12,2	48,1 €	47,8 €	47,6 €	47,3 €	47,1 €	48,2 €	47,0 €
x12,7	51,2 €	50,9 €	50,6 €	50,4 €	50,1 €	51,3 €	50,0 €
x12,9	52,4 €	52,1 €	51,9 €	51,6 €	51,4 €	52,5 €	51,2 €
x13,1	53,6 €	53,4 €	53,1 €	52,8 €	52,6 €	53,8 €	52,4 €

L'intervalle de multiple de sortie dans l'analyse de sensibilité de la valeur de l'Action comprend, en borne basse (11,7x) et en borne haute (13,1x), les multiples de marché qui ressortent en évaluation analogique à l'horizon 2023, avant et après transition énergétique (§ 4.4.4.2), et encadrent l'Iso-multiple d'EBITDA de l'Option de Vente BPI (12,7x) (§ 6.3.2).

La valeur de l'Action en DCF Multiple de Sortie s'inscrit dans une fourchette de **44,5 €** à **53,1 €**, encadrant une valeur centrale de **50,6 €**.

(ii) DCF 2026

Analyse de sensibilité de la valeur l'Action - DCF 2026

Croissance normative	Taux d'actualisation					Taux (+/- 25 bps)	
	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,1%	5,6%
1,00%	40,3 €	38,5 €	36,7 €	35,1 €	33,5 €	41,2 €	32,7 €
1,25%	44,5 €	42,4 €	40,5 €	38,7 €	36,9 €	45,6 €	36,1 €
1,50%	49,3 €	47,0 €	44,8 €	42,7 €	40,7 €	50,5 €	39,8 €
1,75%	54,8 €	52,1 €	49,7 €	47,3 €	45,1 €	56,2 €	44,0 €
2,00%	61,2 €	58,1 €	55,3 €	52,6 €	50,1 €	62,8 €	48,8 €

La valeur de l'Action en DCF 2026 évolue, en fonction de la variation combinée du taux d'actualisation (+/- 0,10%¹⁸¹) et du taux de croissance normative (+/- 0,25%), entre **40,5 €** et **49,7 €**, autour d'une valeur centrale de **44,8 €**.

(iii) DCF 2031

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action - DCF 2031

Croissance normative	Taux d'actualisation					Taux (+/- 25 bps)	
	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,1%	5,6%
1,00%	42,5 €	40,6 €	38,8 €	37,1 €	35,5 €	43,5 €	34,7 €
1,25%	46,5 €	44,4 €	42,4 €	40,5 €	38,7 €	47,6 €	37,9 €
1,50%	51,1 €	48,8 €	46,5 €	44,4 €	42,4 €	52,3 €	41,4 €
1,75%	56,4 €	53,7 €	51,2 €	48,8 €	46,5 €	57,8 €	45,4 €
2,00%	62,5 €	59,4 €	56,5 €	53,8 €	51,2 €	64,1 €	50,0 €

La valeur de l'Action en DCF 2031 évolue, en fonction de la variation combinée du taux d'actualisation (+/- 0,10%¹⁸²) et du taux de croissance normative (+/- 0,25%), entre **42,4 €** et **51,2 €**, autour d'une valeur centrale de **46,5 €**¹⁸³.

¹⁸¹ À titre purement indicatif +/- 0,25%.

¹⁸² À titre purement indicatif +/- 0,25%.

¹⁸³ Pour information, la valeur de l'Action est peu sensible à une distorsion du taux de Capex de 19% (§ 4.4.2.2.iii).

4.4.3. Valorisation intrinsèque DDM

Nous avons mis en œuvre, à titre de recoupement, la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes.

4.4.3.1. Principes de la méthode

Nous nous sommes référés aux mêmes données que celles présentées dans le *Business Plan* Groupe 2022-2026 (§ 4.4.2.2), en tenant compte d'hypothèses relatives :

- au taux de distribution des dividendes (§ 4.4.3.2) ;
- au coût des fonds propres pour actualiser les dividendes futurs (§ 4.4.3.3) ;
- au taux de croissance normatif des dividendes (§ 4.4.3.4).

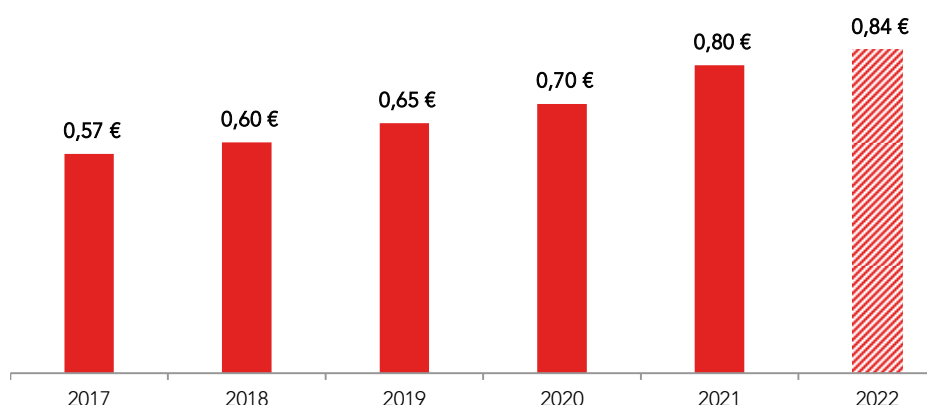
L'application de la méthode aboutit à une valeur de capitaux propres du Groupe résultant de l'actualisation des flux de dividendes générés :

- jusqu'en 2026 et au-delà en valeur terminale (« DDM 2026 ») ;
- jusqu'en 2031 et au-delà en valeur terminale (« DDM 2031 »).

4.4.3.2. Taux de distribution des dividendes

Le taux de distribution retenu, qui correspond à 50% du résultat annuel part du Groupe hors éléments exceptionnels, est fondé sur l'objectif cible réitéré par la Société auprès de ses investisseurs et confirmé par la Direction dans le cadre de nos travaux¹⁸⁴ ; cet objectif s'inscrit dans le prolongement des versements pluriannuels de dividendes¹⁸⁵.

Dividendes versés 2017-2022



Source : Société

¹⁸⁴ Présentation des résultats annuels de l'exercice 2019, [p. 36](#) ; Résultats annuels 2020, [p. 7](#) ; Résultats annuels 2021, [p. 6](#).

¹⁸⁵ Pour mémoire, une prime de fidélité, prenant la forme d'une majoration de 10 % du dividende, est réservée aux actionnaires inscrits au nominatif depuis une période continue d'au moins deux ans, décomptée à partir du 1^{er} janvier 2014.

L'hypothèse du taux de distribution au-delà de la période de prévisions influe marginalement sur la valorisation de l'Action, dans la mesure où les résultats non distribués sont réputés :

- être réinvestis et contribuer à la croissance future des résultats distribuables¹⁸⁶ ; ou
- contribuer au désendettement du Groupe et réduire ainsi le coût des fonds propres¹⁸⁷.

4.4.3.3. Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres (« COE ») a été calculé au moyen de la formule du MEDAF, en tenant compte :

- du coût de l'endettement financier modélisé dans le *Business Plan* Groupe 2022-2026 de 3,7 % ;
- du *gearing* résultant de nos travaux.

Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort à **6,3%** en DDM.

4.4.3.4. Taux de croissance normatif des dividendes

Le taux de croissance « g » des dividendes au-delà de la période de prévisions a été déterminé à partir de la formule de Gordon Shapiro suivante :

$$g = \text{ROE} \times (1 - \text{taux de distribution}) + (\text{inflation} \times \text{taux de distribution})$$

où :

- ROE correspond au rendement attendu des fonds propres, étant précisé qu'à long terme, le ROE est supposé converger vers le coût des fonds propres (COE)¹⁸⁸ ;
- l'effet de l'inflation est intégré au ROE de manière à postuler une croissance des flux égale au taux d'inflation en cas de distribution de l'intégralité des flux générés.

Compte tenu des hypothèses de taux de distribution et de coût des fonds propres, le taux de croissance annuel normatif des dividendes ressort à 3,9%.

¹⁸⁶ En cas d'abaissement du taux de distribution, les résultats futurs du Groupe sont en effet ajustés à la hausse par le modèle, conduisant *in fine* à un montant distribué similaire.

¹⁸⁷ Le coût des fonds propres a été calculé au moyen de la formule MEDAF, selon laquelle une baisse (hausse) de l'endettement financier diminue (augmente) le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les dividendes futurs.

¹⁸⁸ Un rendement supérieur au coût des fonds propres entraîne à long terme l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché, ce qui a pour effet de diminuer le rendement des acteurs déjà présents. À l'inverse, un rendement inférieur au coût des fonds propres conduit à des phénomènes de concentration sur le marché.

4.4.3.5. Synthèse de la valorisation DDM

Nous présentons, ci-après, pour les deux scénarios modélisés, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du coût des fonds propres et du taux de croissance normatif des dividendes.

(i) DDM 2026

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action - DDM 2026							
Croissance normative	Coût des fonds propres					Taux (+/- 25 bps)	
	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,1%	6,6%
	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,1%	6,6%
3,40%	38,7 €	37,3 €	36,0 €	34,8 €	33,6 €	39,4 €	33,1 €
3,65%	42,3 €	40,6 €	39,1 €	37,7 €	36,3 €	43,2 €	35,7 €
3,90%	46,8 €	44,7 €	42,9 €	41,2 €	39,6 €	47,9 €	38,8 €
4,15%	52,4 €	49,8 €	47,5 €	45,4 €	43,5 €	53,8 €	42,6 €
4,40%	59,7 €	56,4 €	53,4 €	50,7 €	48,3 €	61,5 €	47,2 €

(ii) DDM 2031

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action - DDM 2031							
Croissance normative	Coût des fonds propres					Taux (+/- 25 bps)	
	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,1%	6,6%
	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,1%	6,6%
3,40%	39,4 €	38,0 €	36,7 €	35,4 €	34,3 €	40,1 €	33,7 €
3,65%	42,7 €	41,0 €	39,4 €	38,0 €	36,7 €	43,6 €	36,0 €
3,90%	46,7 €	44,7 €	42,8 €	41,1 €	39,5 €	47,8 €	38,7 €
4,15%	51,7 €	49,2 €	46,9 €	44,8 €	42,9 €	53,1 €	42,0 €
4,40%	58,3 €	55,0 €	52,1 €	49,5 €	47,2 €	60,0 €	46,1 €

En fonction de la variation combinée du coût des fonds propres (+/- 0,10%¹⁸⁹) et du taux de croissance normative des dividendes (+/- 0,25%), la valeur de l'Action est comprise entre **39,1 €** et **47,5 €**, autour d'une valeur centrale de **42,9 €** en DDM 2026 et **42,8 €** en DDM 2031¹⁹⁰.

4.4.4. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

La valorisation analogique de l'Action mobilise des multiples d'EBITDA d'un panel de comparables boursiers, dont le profil est présenté en **Annexe 8** (les « **Comparables Boursiers** »).

4.4.4.1. Modalités de calcul des multiples boursiers

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples d'EBITDA de chacun des Comparables Boursiers :

- à la capitalisation boursière au cours moyen 3 mois ;
- aux projections d'EBITDA¹⁹¹ issues du consensus¹⁹² pour les années 2022 et 2023.

¹⁸⁹ À titre purement indicatif +/- 0,25%.

¹⁹⁰ Pour information, la valeur de l'Action est peu sensible à une distorsion du taux de Capex de 19% (§ 4.4.2.2.iii).

¹⁹¹ Agrégat favorisant la comparabilité des projets dans le secteur.

¹⁹² Source : Bloomberg.

4.4.4.2. Méthodologie

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées comparables à Albioma réunissant des caractéristiques strictement identiques en termes de répartition d'activités et de zones d'implantation ; en particulier, le positionnement spécifique du Groupe dans la production d'électricité à base de biomasse, d'une part, et sa forte implantation en Outre-mer, d'autre part, le distinguent nettement de ses concurrents.

Nous avons considéré que :

- la décote boursière de l'Action par rapport à sa valeur fondamentale était notamment imputable à la composante charbon dans ses combustibles utilisés pour la production d'électricité ;
- le verdissement du mix énergétique devrait progressivement s'accompagner d'une appréciation de la valeur de l'Action.

En conséquence, le panel de Comparables Boursiers pris dans son ensemble se dédouble en deux échantillons (§ 4.4.4.4 et **Annexe 8**) :

- l'un composé d'entreprises du secteur des énergies renouvelables :
 - nous avons constaté des niveaux de marges sensiblement différents¹⁹³ entre ces entreprises et Albioma ;
 - ces écarts sont à relier à la consommation de matières premières structurellement plus élevée pour l'activité de production d'électricité du Groupe à partir de biomasse que pour la production d'électricité des autres acteurs du secteur des énergies renouvelables ;
 - le retraitement de ce différentiel conduit à des niveaux de marge du Groupe et de cet échantillon de Comparables Boursiers sensiblement similaires¹⁹⁴ ;
 - nous avons appliqué le multiple d'EBITDA médian de ce premier échantillon de Comparables Boursiers à la fraction de l'EBITDA correspondant à la part « verte » de la production d'électricité du Groupe ;
- l'autre composé de producteurs indépendants d'énergies mixtes (conventionnelles / renouvelables), dont nous avons appliqué le multiple d'EBITDA médian à la fraction de l'EBITDA correspondant à la part « carbonée » de la production d'électricité du Groupe.

La fraction de l'EBITDA correspondant respectivement à la part « verte » et à la part « carbonée » de la production d'électricité du Groupe en 2022 et en 2023 a été déterminée *via* la pondération de l'EBITDA du Groupe par le mix énergétique¹⁹⁵ ; dans le contexte de la transition énergétique actuellement en cours, nous avons tenu compte :

- du mix énergétique actuel ;
- du mix énergétique cible à l'horizon 2026 tel que prévu dans le *Business Plan* Groupe 2022-2026.

¹⁹³ Le niveau de marge d'EBITDA d'Albioma se situe à 35% en 2022 *versus* 72% pour la moyenne de l'échantillon.

¹⁹⁴ Le niveau de marge d'EBITDA atteint alors 70%.

¹⁹⁵ Nous ne sommes toutefois pas en mesure de déterminer précisément la sensibilité de l'EBITDA du Groupe au plein effet de la transition énergétique.

Le multiple implicite d'EBITDA ressort en 2023 :

- hors transition énergétique à **11,7x** ;
- en tenant compte de la transition énergétique à **13,1x**¹⁹⁶.

La valeur des capitaux propres du Groupe résulte de la valeur d'entreprise obtenue par l'application des multiples boursiers telle que décrite ci-avant, sous déduction :

- de la dette nette comptable à hauteur de 900,6 M€ (§ 4.1.4.3) ;
- de la valorisation des intérêts minoritaires, entre 209 M€ et 267 M€ (§ 4.1.4.3) ;
- du volant d'investissements de conversion pour simuler le plein effet de la transition énergétique.

4.4.4.3. Critères de sélection des Comparables Boursiers

Les entreprises composant les deux échantillons du panel de Comparables Boursiers ont été sélectionnées selon les quatre critères suivants matérialisés en **Annexe 9**, pris en compte cumulativement, étant toutefois rappelées les spécificités d'Albioma concernant la nature de l'énergie produite et ses zones d'implantation (§ 4.4.4.2), qui justifient que nous retenions l'évaluation analogique par les Comparables Boursiers à titre seulement indicatif :

- la nature de l'activité et le mix métiers : nous avons notamment exclu les entreprises d'énergies renouvelables spécialisées dans l'énergie hydraulique, du fait des spécificités de cette énergie¹⁹⁷ ;
- les perspectives de croissance de l'activité et de la rentabilité : nous avons exclu les entreprises en décroissance ;
- la géographie : nous avons sélectionné des entreprises évoluant sur des marchés similaires à ceux sur lesquels le Groupe est positionné (marchés européens, canadiens et brésiliens) ;
- la taille : à l'issue d'une recherche au vu des précédents critères et d'une analyse qualitative, nous avons introduit en dernier lieu celui de la capitalisation boursière¹⁹⁸ pour retenir *in fine* les entreprises dont la capitalisation boursière s'avère compatible avec celle d'Albioma¹⁹⁹.

¹⁹⁶ Le taux de marge d'EBITDA du Groupe en 2023 se situant à un niveau proche de l'objectif de 2026 du *Business Plan* Groupe 2022-2026 qui s'entend après transition énergétique (inférieur de 10 points de base), nous avons considéré que les effets potentiels de la transition énergétique sur la rentabilité du Groupe étaient reflétés dans nos calculs.

¹⁹⁷ Le secteur de la production d'énergie hydraulique est presque parvenu à maturité, et présente des structures de coûts différentes de celles des autres acteurs des énergies renouvelables.

¹⁹⁸ Entre 100 M€ et 10 Md€.

¹⁹⁹ Entre 1 Md€ et 5 Md€.

4.4.4.4. Composition du panel des Comparables Boursiers

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières (moyenne 3 mois) des deux échantillons formant le panel des Comparables Boursiers :

Producteurs d'énergies renouvelables

M€	Pays	Cap. 3 mois
Albioma	France	1 408
Boralex	Canada	3 970
Encavis	Allemagne	2 951
Innergex	Canada	3 759
Neoen	France	3 928
Solaria	Espagne	2 480
Terna Energy	Grèce	1 818
Voltaia	France	1 843

Source: Bloomberg

Producteurs d'énergies mixtes

M€	Pays	Cap. 3 mois
Albioma	France	1 408
Capital Power	Canada	5 054
ContourGlobal	Royaume-Uni	1 649
Drax	Royaume-Uni	3 004

Les multiples d'EBITDA pour les années 2022 et 2023 sont les suivants :

Énergies renouvelables

Société	xEBITDA 2022	xEBITDA 2023
Boralex	13,6x	13,4x
Encavis	15,7x	14,7x
Innergex	12,8x	12,2x
Neoen	16,8x	14,1x
Solaria	19,8x	13,5x
Terna Energy	14,6x	10,5x
Voltaia	12,9x	9,8x
Médiane	14,6x	13,4x
Moyenne	15,2x	12,6x

Source : Bloomberg

Énergies mixtes

Société	xEBITDA 2022	xEBITDA 2023
Capital Power	6,8x	7,3x
ContourGlobal	7,0x	7,1x
Drax	6,9x	5,0x
Médiane	6,9x	7,1x
Moyenne	6,9x	6,5x

4.4.4.5. Synthèse de l'évaluation par les Comparables Boursiers

Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

M€	Transition énergétique exclue		Transition énergétique incluse	
	2022	2023	2022	2023
Multiple implicite d'EBITDA	12,6x	11,7x	14,3x	13,1x
Capitaux propres part du Groupe	1 554	1 696	1 540	1 660
Nombre d'Actions dilué	32,99	32,99	32,99	32,99
Valeur de l'Action (€)	47,1 €	51,4 €	46,7 €	50,3 €

La valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers est comprise entre **46,7 €** et **51,4 €**.

4.5. Synthèse de l'Évaluation

Le Prix de l'Offre de l'Action, présenté ci-après dividende attaché, ressort à un niveau sensiblement supérieur aux CMPV et extériorise une prime sur les valeurs centrales des méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre.

Synthèse de l'Évaluation



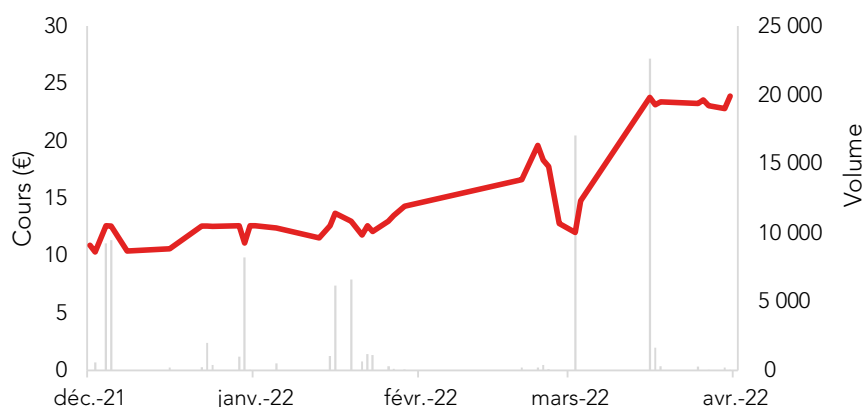
4.6. Valorisation des BSAAR

Les BSAAR étant « dans la monnaie » depuis leur cotation en date du 6 décembre 2021²⁰⁰, le Prix de l'Offre du BSAAR, de 29,10 €, a été déterminé par transparence sur la base :

- du Prix de l'Offre de l'Action, dividende détaché (50,00 €) ;
- du Prix d'exercice du BSAAR (20,90 €).

Le cours des BSAAR ne peut cependant servir de référence à leur valorisation compte tenu de leur faible liquidité et de la discontinuité des échanges, qui sont intervenus depuis la cotation en deçà de 25 €, soit un seuil sensiblement inférieur au Prix de l'Offre du BSAAR.

Évolution du cours et des échanges de BSAAR



Source : Société

À titre purement indicatif et de simple comparaison avec le Prix de l'Offre du BSAAR, la valeur théorique du BSAAR a été appréciée par un modèle binomial en fonction des hypothèses suivantes, calant la valeur du sous-jacent sur le Prix de l'Offre de l'Action :

- taux sans risque : 1,1%²⁰¹ ;
- valeur du sous-jacent : 50,0 € ;
- maturité : 2,5 années, les BSAAR étant exerçables à tout moment avec une échéance au 4 décembre 2024 ;
- taux de distribution des dividendes : 3,4%, fondé sur l'analyse historique du taux de distribution de dividendes²⁰² ;
- volatilité de l'Action : 31,6%²⁰³, ce paramètre présentant un impact négligeable sur la valorisation du BSAAR compte tenu de son positionnement « dans la monnaie » ;
- prix d'exercice : 20,90 €.

²⁰⁰ Sous le code ISIN : FR0013368438, mnémonique : ABIBS (§ 2.1.1).

²⁰¹ Moyenne 3 mois des OAT 10 ans.

²⁰² Analyse sur la période 2001-2022, rapportant le dividende versé au cours moyen de l'année précédente.

²⁰³ Volatilité de l'action observée sur 5 ans. Source : *Bloomberg*. Pour information la volatilité maximale observée correspond à l'horizon 3 ans (36%), que nous présentons en borne haute de la table de sensibilité.

Sensibilité à la valeur du sous-jacent et à la volatilité

Volatilité	Valeur du sous-jacent				
	41,0 €	43,0 €	45,0 €	47,4 €	50,0 €
28%	20,1 €	22,1 €	24,1 €	26,5 €	29,1 €
30%	20,1 €	22,1 €	24,1 €	26,5 €	29,1 €
32%	20,8 €	22,3 €	24,1 €	26,5 €	29,1 €
34%	21,4 €	22,9 €	24,4 €	26,5 €	29,1 €
36%	22,0 €	23,5 €	25,0 €	26,8 €	29,1 €

En définitive, il nous paraît cohérent de valoriser le BSAAR au Prix de l'Offre du BSAAR de 29,10 €, par transparence avec le Prix de l'Offre de l'Action de 50,00 € (dividende détaché) sous déduction du prix d'exercice de 20,90 €.

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Société Générale, Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information²⁰⁴.

La comparaison des travaux de valorisation respectifs appelle principalement les commentaires suivants.

5.1. Nombre d'Actions dilué

Comme l'Établissement Présentateur, nous avons retenu, pour le calcul du nombre d'Actions dilué, un nombre d'Actions en circulation ajusté :

- des Actions auto-détenues ;
- des Actions de Performance en période d'acquisition ;
- des BSAAR en circulation et dans la monnaie, quantifiés selon la « *Treasury Method* » (§ 4.1.3).

Dans la mesure où nous nous référons à un décompte au 31 décembre 2021²⁰⁵ et l'Établissement Présentateur à un décompte au 30 avril 2022, le nombre d'Actions dilué pour le calcul de la valeur de l'Action ressort respectivement à 32.993.142 Actions pour Ledouble et à 33.288.078 Actions pour Société Générale.

5.2. Critères et méthodes d'évaluation écartés

Les critères et méthodes d'évaluation écartés par Société Générale et Ledouble sont similaires ; ils englobent :

- l'actif net comptable ;
- l'actif net réévalué ;
- la méthode des comparables boursiers appliquée toutes activités confondues ;
- la méthode des comparables transactionnels.

L'Établissement Présentateur a par ailleurs écarté la méthode d'évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes (DDM).

²⁰⁴ Projet de Note d'Information, § 3 « Informations utilisées pour évaluer le Prix de l'Offre », p. 37-59.

²⁰⁵ Le décompte au 31 décembre 2021, par construction, n'intègre pas dans le nombre d'Actions dilué les Actions de Performance du Plan 2022 attribuées par le Conseil d'Administration en date du 1^{er} mars 2022, ni en facteur minorant les Actions de Performance entrées en période de conservation ou devenues caduques en 2022. DEU 2021, p. 289 ; Projet de Note d'Information, p. 20-21.

5.3. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Société Générale et Ledouble considèrent le 7 mars 2022 (pré-rumeurs) comme étant la date de référence la plus pertinente pour le calcul des CMPV.

Comme l'Établissement Présentateur, nous avons retenu en tant que méthodes de valorisation :

- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie en SOTP (par activité pour Société Générale et par actifs du Périmètre Existant et Projets pour Ledouble²⁰⁶) ;
- la méthode d'évaluation analogique par l'application de multiples boursiers,

sans toutefois les hiérarchiser à l'identique, l'Établissement Présentateur retenant à titre principal ces deux méthodes, alors que nous qualifions l'évaluation analogique de méthode secondaire au vu des spécificités du Groupe.

Nous avons en sus, et à titre principal avec l'évaluation en SOTP, valorisé l'Action par :

- l'actualisation des flux de trésorerie en DCF Multiple de Sortie, DCF 2026 et DCF 2031 ;
- l'actualisation des flux de dividendes à l'horizon 2026 (DDM 2026) et 2031 (DDM 2031), en justifiant cette méthode par la politique de distribution de dividendes récurrente de la Société.

5.4. Évaluation intrinsèque

5.4.1. Paramètres d'actualisation

Société Générale et Ledouble se différencient en SOTP sur :

- le niveau de détail dans la mise en œuvre de la « somme des parties » :
 - nous avons valorisé individuellement chaque actif du Périmètre Existant et chaque Projet identifié sur la base du Plan d'Affaires Séries longues ;
 - n'ayant pas accès à cette information, l'Établissement Présentateur a procédé à une évaluation par pôle d'activité, qui peuvent héberger des actifs du Périmètre Existant et Projets situés dans des zones géographiques différentes ; et
- la méthodologie de calcul des taux d'actualisation²⁰⁷.

²⁰⁶ L'Établissement Présentateur n'a pas eu accès aux projections de flux de trésorerie par actifs du Périmètre Existant et Projets.

²⁰⁷ L'Établissement Présentateur a déterminé les taux d'actualisation en approche « indirecte », dissociant le coût des fonds propres et celui de la dette, alors que nous avons privilégié une approche « directe » à partir du beta de l'actif économique.

Les taux d'actualisation respectifs en SOTP sont les suivants :

Établissement Présentateur	Ledouble	
Biomasse France 5,2%	Biomasse France 5,4%	
Solaire France 5,0%	Solaire Métropole 4,1%	Solaire DOM 4,7%
Biomasse Brésil 6,0%	Biomasse Brésil 7,0%	
Géothermie 10,2%	Géothermie 6,8%	
Holding & Maurice 5,4%	Holding 5,3%	Maurice 6,9%

Pour mémoire, le taux d'actualisation de 5,3% que nous appliquons en DCF est proche du taux de 5,2% retenu par l'Établissement Présentateur pour le pôle « Biomasse France », qui est le contributeur le plus important à la génération de flux de trésorerie.

5.4.2. Taux de croissance perpétuelle

Les différences de taux de croissance perpétuelle entre Société Générale et Ledouble concernent les pôles d'activité :

- Biomasse Thermique Brésil : 2,75% pour Société Générale *versus* un taux de croissance nul pour Ledouble, étant rappelé qu'Albioma ne dispose pas du droit de propriété sur les actifs brésiliens, et dès lors porte le risque de la fin de son activité d'exploitation ;
- Géothermie : 2% pour Société Générale, par référence au taux observé au sein des consensus d'analystes assurant le suivi de sociétés turques *versus* 8% à 11% pour Ledouble, en concordance avec les prévisions de la Direction.

5.4.3. Endettement net financier

Comparaison de l'endettement net financier

M€	Ledouble	Société Générale
Dette nette financière	971	971
Dette IFRS 16	42	42
Instruments dérivés (net)		29
(Trésorerie)	(108)	(108)
Dépôts liés aux opérations de location financement	(5)	[Pris en compte dans les ajustements ci-dessous]
Dette nette au 31 décembre 2021	901	934
Flux de trésorerie projetés au S1 2022		14
Dette nette au 30 juin 2022		949
	[Réévaluation selon méthodes]	97
+ Intérêts minoritaires		
+ Provisions pour risques	3	3
+ Avantages au personnel		3
(Actifs financiers)	(0)	(5)
Endettement net financier	904	1 047

Sources : Analyses Ledouble, Projet de Note d'Information

- À la différence de l'établissement Présentateur, nous n'avons pas intégré les instruments dérivés dans l'endettement net financier.
- L'Établissement Présentateur intègre le flux de trésorerie du premier semestre 2022 dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe ; notre évaluation, qui se réfère aux comptes du dernier exercice clos le 31 décembre 2021, en tient compte directement dans la valeur d'entreprise du Groupe.
- Nous avons réévalué les intérêts minoritaires pour chaque méthode d'évaluation, alors que l'Établissement Présentateur les retient pour leur valeur comptable au 31 décembre 2021.
- La Direction nous a confirmé la prise en compte dans les données prévisionnelles d'une charge annuelle relative aux avantages accordés au personnel ; nous n'avons par conséquent pas intégré les provisions correspondantes²⁰⁸ dans l'endettement net financier, l'Établissement Présentateur y incluant un montant de 3 M€²⁰⁹.

5.4.4. Trajectoires modélisées

L'Établissement Présentateur a procédé à une évaluation par les flux de trésorerie de chacun des pôles d'activités, ce qui dans le principe se rapproche de notre valorisation SOTP, mais diffère en termes de granularité, dans la mesure où nous avons valorisé en SOTP les actifs du Périmètre Existant et les Projets individuellement (§ 5.4.1).

²⁰⁸ Avantages postérieurs à l'emploi et autres avantages à long terme.

²⁰⁹ Sur une provision d'un montant global de 49 M€ (§ 3.3.2.8).

5.4.4.1. Horizon explicite et période d'extrapolation

L'Établissement Présentateur s'est référé au *Business Plan* 2022-2026 détaillé par pôle d'activité, en prolongeant les flux de trésorerie des pôles :

- Biomasse Thermique sur la période 2026 à 2030 ;
- Solaire France jusqu'en 2051, correspondant à la dernière année d'exploitation des actifs inclus dans le Plan d'Affaires.

La Valorisation SOTP que nous avons mise en œuvre tient compte des hypothèses de durée des actifs du Périmètre Existant et des Projets au cas par cas consignées dans les tests d'impairment.

5.4.4.2. Méthodologie de calcul de la valeur terminale

L'Établissement Présentateur utilise la formule de Gordon-Shapiro pour la détermination de la valeur terminale, comme nous l'avons pratiquée en SOTP, DCF 2026 et 2031.

Nous avons en sus déterminé en DCF Multiple de Sortie une valeur terminale avec le multiple d'EBITDA implicite de l'Offre de 12,7x, encadré par les multiples de marché 2023 (§ 4.4.2.5.i et § 5.8).

5.5. Évaluation analogique par les Comparables Boursiers

Nous avons retenu une approche différente de l'Établissement Présentateur dans la mise en œuvre de la méthode des Comparables Boursiers :

- Nous avons appliqué à l'EBITDA 2022 et 2023 :
 - pour la part renouvelable de l'activité, un multiple médian calculé sur un échantillon d'acteurs comparables dans le secteur des énergies renouvelables ;
 - pour la part de la production d'électricité non décarbonée, un multiple médian calculé sur un échantillon de producteurs d'électricité non spécialisés bas-carbone.
- Société Générale a sélectionné, pour chacun des pôles Biomasse Thermique, Solaire et Géothermie, trois catégories de comparables distincts afin d'extérioriser un multiple d'EBITDA, respectivement :
 - un échantillon d'entreprises européennes et américaines exposées à des marchés sous-jacents similaires dans le secteur de la génération d'électricité thermique ;
 - un échantillon d'entreprises européennes et canadiennes productrices d'énergies renouvelables ;
 - une entreprise exposée majoritairement à la géothermie, implantée aux États-Unis, en l'occurrence Ormat Technologies.

Nous avons par ailleurs exclu de notre panel de Comparables Boursiers des entreprises figurant dans celui de l'Établissement Présentateur :

- ERG, compte tenu de la décroissance de ses activités liée à l'arrêt de son activité hydroélectrique en 2022 ;
- Scatec, au vu de la géographie de ses activités et de la forte présence d'hydroélectricité dans son mix énergie ;
- Engie Brazil Energia, eu égard à la prépondérance de l'hydro-électricité dans ses activités et à son implantation au Brésil qui ne correspond pas à notre segmentation des Comparables Boursiers ;
- AES, du fait de son mix énergétique et de la géographie de ses activités ;
- AES Andes, en raison d'un suivi par les analystes limité ;
- Ormat Technologies, compte tenu de sa spécialisation en géothermie et de sa présence prépondérante aux États-Unis.

A contrario, nous avons inclus dans notre panel de Comparables Boursiers les sociétés Encavis, Terna Energy, Capital Power, et Drax.

5.6. CMPV

Pour mémoire, Société Générale et Ledouble calculent les CMPV respectivement :

- en nombre de jours et en nombre de séances de bourse ;
- en cours de clôture et en *intraday*.

Il s'ensuit quelques écarts qui ne remettent pas en cause l'appréciation des primes extériorisées par le Prix de l'Offre de l'Action sur les CMPV.

5.7. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est résumée ci-après :

Comparaison des valeurs de l'Action

Comparaison des valeurs de l'Action									
€/Action	Ledouble			Prime / (décote)	Établissement Présentateur			Prime / (décote)	
	Min.	Central	Max.		Min.	Central	Max.		
Prix de l'Offre (dividende attaché)	50,84 €				50,84 €				
Références boursières									
Spot		33,5 €		51,6%		33,5 €		51,6%	
20 séances / 1 mois		35,5 €		43,3%		35,5 €		43,4%	
60 séances / 3 mois		34,7 €		46,3%		34,7 €		46,6%	
120 séances / 6 mois		34,3 €		48,4%		34,4 €		47,9%	
250 séances / 12 mois		35,7 €		42,5%		35,9 €		41,5%	
Méthodes intrinsèques									
DCF SOTP	42,6 €	43,8 €	44,9 €	16,2%	36,5 €	39,0 €	41,6 €	30,4%	
DCF 2026	40,5 €	44,8 €	49,7 €	13,5%					
DCF 2031	42,4 €	46,5 €	51,2 €	9,3%					
DCF xSortie	44,5 €	50,6 €	53,1 €	0,4%					
DDM 2026	39,1 €	42,9 €	47,5 €	18,6%					
DDM 2031	39,4 €	42,8 €	46,9 €	18,8%					
Méthodes analogiques									
Multiples boursiers EBITDA	46,7 €		51,4 €	8,9% (1,1%)	24,8 €		40,8 €	104,8% 24,5%	
Objectifs de cours des analystes									
Avant annonce	50,0 €	50,4 €	59,0 €	0,9%					
Avant rumeurs	40,0 €	50,4 €	59,0 €	0,9%		50,4 €		0,9%	

Sources : Analyses Ledouble, Projet de Note d'Information

5.8. Multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre de l'Action

Nous avons recalculé le multiple d'EBITDA induit par le Prix de l'Offre de l'Action sur la base des données structurantes ci-dessous :

- EBITDA consolidé d'un montant de 210 M€, hors impact de la norme IFRS 16 au titre de l'exercice 2021²¹⁰ ;
- dette nette ajustée d'un montant de 985 M€ au 31 décembre 2021 (§ 5.4.3) :
 - dette nette : 934 M€ ;
 - minorée des droits d'utilisation : (42) M€ ;
 - majorée des intérêts minoritaires : 97 M€ ;
 - minorée des actifs financiers : (5) M€ ;
- valorisation du Groupe induite par le Prix de l'Offre de l'Action (dividende attaché) : 1.677,2 M€²¹¹ ;
- nombre d'Actions dilué retenu par l'Établissement Présentateur : 33 millions.

Iso-multiple d'EBITDA hors IFRS 16	
M€	2021
EBITDA	210
Dette nette ajustée	985
Prix de l'Offre (dividende attaché) (€)	50,84
Nombre d'actions (M)	33
Transaction (M€)	1 677,2
Multiple implicite base 2021	x12,7

5.9. Évaluation du BSAAR

L'établissement Présentateur aboutit au même constat que nous sur la cohérence de la valorisation du BSAAR au Prix de l'Offre du BSAAR de 29,10 €, par transparence avec le Prix de l'Offre de l'Action de 50,00 € (dividende détaché) sous déduction du prix d'exercice de 20,90 €.

²¹⁰ EBITDA consolidé 2021 : 214,8 M€ - Dotation aux amortissements des droits d'utilisation : 3,4 M€ - Charges d'intérêts liée aux droits d'utilisation au titre de la norme IFRS 16 : 1,5 M€.

²¹¹ Nombre d'Actions dilué : 33 millions d'Actions x Prix de l'Offre de l'Action (dividende attaché) : 50,84 €.

6. Analyse des Accords et Opérations Connexes

L'analyse des Accords et Opérations Connexes recensés *supra* (§ 2.8) appelle de notre part les commentaires suivants dans le cadre de l'appréciation des conditions financières de l'Offre, dont nous rappelons le caractère volontaire.

6.1. Liquidité des Actions de Performance Indisponibles²¹²

Le mécanisme de liquidité des Actions de Performance Indisponibles consiste à accorder à leurs détenteurs, en cas de liquidité insuffisante²¹³ :

- une option d'achat par laquelle le détenteur s'engage irrévocablement à vendre à l'Initiateur ses Actions de Performance Indisponibles à la demande de l'Initiateur (l'« **Option d'Achat** ») pendant une période de liquidité (la « **Période de Liquidité d'Achat** ») ; et
- une option de vente, aux termes de laquelle, en l'absence d'exercice de l'Option d'Achat pendant la Période de Liquidité d'Achat, l'Initiateur s'engage à acquérir auprès du détenteur les Actions de Performance Indisponibles sur une période de liquidité subséquente (la « **Période d'Option de Vente** »).

En cas d'exercice de l'Option d'Achat ou de l'Option de Vente (les « **Options** »), au cours respectivement de la Période de Liquidité d'Achat et de la Période d'Option de Vente, le prix d'exercice des Options par Action de Performance Indisponible sera déterminé chaque année à dire d'expert, par application d'une formule combinant le multiple d'EBITDA de 12,7x induit par le Prix de l'Offre de l'Action (l'« **Iso-multiple d'EBITDA** ») et la dette financière nette.

Nous avons vérifié, dans la formule du prix d'exercice des Options, le calcul par l'Initiateur de l'Iso-multiple d'EBITDA (§ 5.8).

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, en cas d'exercice des Options, les détenteurs d'Actions de Performance Indisponibles ne bénéficieraient d'aucun prix de vente garanti.

En définitive, tel qu'il est conçu, le mécanisme de liquidité des Actions Indisponibles ne comporte pas de prix d'exercice prédéterminé des Options réciproques, et assure, par l'application de l'Iso-multiple d'EBITDA, une égalité de traitement entre les Actionnaires dans le cadre de l'Offre et les détenteurs d'Actions de Performance Indisponibles.

6.2. Investissement de Bpifrance dans Kyoto TopCo²¹⁴

Aux termes d'un accord d'investissement conclu le 13 mai 2022 entre Kyoto LuxCo 1 et ETI 2020 géré par Bpifrance (l'« **Accord d'Investissement** »), dans le prolongement d'un *Term*

²¹² Projet de Note d'Information, § 1.3.5 « Contrat de liquidité », p.17-18.

²¹³ La liquidité insuffisante signifie :

- un retrait obligatoire mis en œuvre par l'Initiateur sur les Actions et/ou les BSAAR ;
- la radiation de la cote des Actions et des BSAAR ;
- un volume moyen des Actions échangées chaque jour de négociation au cours des 20 derniers jours de négociation précédant la date à laquelle la liquidité a été évaluée inférieur ou égal à 0,10% du capital social de la Société à cette date.

²¹⁴ Projet de Note d'Information, § 1.3.2 « Accord d'Investissement avec Bpifrance », p. 13-16.

Sheet en date du 20 avril 2022 (le « **Reinvestment Term Sheet** »), Kyoto LuxCo 1²¹⁵ et Bpifrance sont convenus de l'apport à l'Offre par Bpifrance, d'une part, et l'investissement de Bpifrance aux côtés de KKR *via* Kyoto LuxCo 1, d'autre part, portant sur les 1.624.791 Actions détenues par Bpifrance, respectivement dans les proportions suivantes :

- apport à l'Offre de 460.000 Actions au Prix de l'Offre de l'Action, correspondant à l'investissement initial de Bpifrance au capital de la Société²¹⁶ ;
- apport à l'Initiateur, lors du règlement-livraison de l'Offre, du solde de 1.164.791 Actions au Prix de l'Offre de l'Action, en échange *in fine*²¹⁷ de titres de la Holding, dans le cadre d'un investissement *pari passu* avec Kyoto LuxCo 1 au capital de la Holding (l'« **Apport Bpifrance** »)²¹⁸ ; Bpifrance bénéficierait *de facto* des mêmes droits économiques que Kyoto LuxCo 1.

L'investissement de Bpifrance *pari passu* avec Kyoto LuxCo 1, et au même titre que les Managers (§ 6.4.1), assure l'équité vis-à-vis des Actionnaires n'investissant pas au capital de la Holding.

6.3. Pacte d'associés entre Kyoto LuxCo 1 et Bpifrance *via* ETI 2020²¹⁹

En vertu du *Reinvestment Term Sheet* et de l'Accord d'Investissement susmentionnés (§ 6.2), Kyoto Lux Co 1 et ETI 2020 sont convenus de conclure un pacte d'associés (le « **Pacte d'Associés** ») régissant la gouvernance et les transferts de titres de la Holding, ainsi que les droits de liquidité de Bpifrance.

6.3.1. Gouvernance et droits de transfert de titres de la Holding

Les dispositions du Pacte d'Associés relatives :

- d'une part, à la gouvernance de la Holding au sein d'un Comité de Surveillance (le « **Comité de Surveillance** ») :
 - composition du Comité de Surveillance par décision collective des associés de la Holding²²⁰ ;
 - adoption de toute décision du Comité de Surveillance à la majorité simple des droits de vote détenus par ses membres ;

²¹⁵ Société luxembourgeoise associé majoritaire de la Holding (Kyoto TopCo), véhicule d'investissement de Bpifrance aux côtés de KKR *via* Kyoto LuxCo 1 (§ 2.8).

²¹⁶ Investissement initial de 23 M€ = 460.000 Actions x Prix de l'Offre (50,00 €).

²¹⁷ Du fait des apports successifs des titres émis par Kyoto BidCo au profit de Bpifrance, en rémunération de son investissement, à Kyoto MidCo et à Kyoto TopCo (§ 2.8) ; ces modalités pourront être ajustées afin de prévoir un apport en nature des Actions de Bpifrance à la Holding. L'Apport Bpifrance sera réalisé notamment sous condition suspensive de la publication des résultats de l'Offre par l'AMF si, sur la base des résultats de l'Offre et en tenant compte des Actions objet de l'Apport Bpifrance comme étant apportées à l'Initiateur, le seuil d'acceptation prévu à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF et le Seuil de Renonciation (s'il n'a pas fait l'objet d'une renonciation par l'Initiateur) sont atteints (§ 2.2.2 et § 2.5).

²¹⁸ Les 1.164.791 Actions apportées par Bpifrance ont l'objet de la part de Bpifrance d'une instruction de blocage auprès de l'intermédiaire financier jusqu'au jour suivant la date de la période d'ouverture initiale de l'Offre.

²¹⁹ Projet de Note d'Information, § 1.3.2 « Accord d'Investissement avec Bpifrance », p. 13-16.

²²⁰ Le Comité de Surveillance comprendra une majorité de membres nommés parmi les candidats proposés par Kyoto LuxCo 1, un membre désigné parmi les candidats proposés par Bpifrance, ainsi que des membres indépendants nommés parmi les candidats proposés par Kyoto LuxCo 1.

- droits de veto spécifiques liés à la souveraineté de la France et droits fondamentaux d'un investisseur minoritaire concernant le représentant de Bpifrance au sein du Comité de Surveillance ; et
- d'autre part, aux droits de transferts de titres de la Holding :
 - droit de préemption de Kyoto LuxCo 1 sur les titres détenus par Bpifrance dans la Holding²²¹ ;
 - droit de sortie forcée au bénéfice de Kyoto LuxCo 1 sur les titres détenus par Bpifrance dans la Holding (« *drag along right* »)²²² ;
 - droit de sortie conjointe de Kyoto LuxCo 1 et de Bpifrance²²³ (« *tag-along right* » ; et
 - autres restrictions²²⁴,

que nous considérons comme usuelles, n'appellent pas d'observation.

6.3.2. Droits de liquidité de Bpifrance

Le mécanisme de liquidité au bénéfice de Bpifrance consiste en une option de vente sur les titres détenus au sein de la Holding (l'« **Option de Vente BPI** ») par laquelle, en cas d'exercice de l'Option de Vente BPI s'opérant à intervalle annuel pendant une période de 3 mois suivant le troisième anniversaire de la réalisation de l'Offre et à chaque anniversaire de la réalisation de l'Offre suivant, Lyoto LuxCo 1 s'engage à acquérir ces titres auprès de Bpifrance.

La formule de calcul du prix d'exercice de l'Option de Vente BPI est calquée sur celle des Options dans le mécanisme de liquidité des Actions de Performance Indisponibles, fondé sur l'Iso-multiple d'EBITDA (§ 6.1).

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, en cas de cession entraînant un changement de contrôle de la Holding ou d'introduction en bourse des titres de la Holding sur un marché réglementé européen ou sur *Euronext Growth* (la « **Sortie** ») ou d'exercice de l'Option de Vente BPI, Bpifrance ne bénéficierait d'aucun prix de vente garanti.

En définitive, tel qu'il est conçu, le mécanisme de liquidité au bénéfice de Bpifrance ne comporte pas de prix d'exercice prédéterminé de l'Option de Vente BPI, et assure, par l'application de l'Iso-multiple d'EBITDA, une égalité de traitement entre les Actionnaires dans le cadre de l'Offre et Bpifrance.

²²¹ En cas de transfert par Bpifrance de ses titres de la Holding (autre qu'un transfert libre usuel).

²²² En cas d'offre d'un tiers pour l'acquisition de titres de la Holding entraînant un changement de contrôle, Bpifrance serait contraint de céder ses titres de la Holding dans les mêmes conditions que celles prévues pour la cession des titres de la Holding détenus par Kyoto LuxCo 1.

²²³ En cas de transfert (autre qu'un transfert libre usuel), par Kyoto LuxCo 1 de tout ou partie de ses titres de la Holding, à un tiers conduisant à la prise de contrôle de la Holding par ce dernier, Bpifrance peut exiger de céder la totalité de ses titres de la Holding à ce tiers (ou le cas échéant, sous la forme d'un droit de sortie proportionnel, de lui céder ses titres de la Holding à proportion des titres de la Holding cédés par Kyoto LuxCo 1 à ce même tiers), aux mêmes termes et conditions que ceux du transfert opéré par Kyoto LuxCo 1.

²²⁴ Bpifrance ne transférera, directement ou indirectement, aucun de ses titres de la Holding à un tiers qui est soumis à des sanctions nationales ou internationales ou résident d'un État soumis à de telles sanctions, ou mène des activités concurrentes, ou est contrôlé par des autorités gouvernementales (autres que les fonds de pension).

6.4. Management package aux bornes de Kyoto TopCo²²⁵

Kyoto LuxCo 1, M. Frédéric Moyne, Président Directeur Général de la Société, et M. Julien Gauthier, Directeur Général Adjoint Finances de la Société, ont conclu le 12 mai 2022 un *Term Sheet* (le « **Term Sheet de Plan**²²⁶ ») en vue de la mise en place d'un plan d'investissement au niveau de la Holding en cas de succès de l'Offre (le « **Plan** ») au profit de certains cadres et dirigeants de la Société (les « **Managers** » et individuellement un « **Manager** »), parmi lesquels M. Frédéric Moyne et M. Julien Gauthier, dont les principales dispositions sont présentées ci-après.

6.4.1. Structure de l'investissement et de l'intéressement des bénéficiaires

Le Plan consiste schématiquement en :

- un investissement par les Managers dans des actions ordinaires (« **AO** » ou « **OS** ») et des actions de préférence à rendement fixe²²⁷ de la Holding (« **ADPa** » ou « **PSa** »), *pari passu* avec les autres associés de la Holding²²⁸ (le « **Mix Pari Passu** »), financé par l'apport de tout ou partie du produit de la vente de leurs Actions ou de leurs BSAAR apportés à l'Offre, ou l'apport en nature de leurs Actions ou de leurs BSAAR au Prix de l'Offre à la Holding, ou un apport en numéraire, étant précisé que M. Frédéric Moyne et M. Julien Gauthier se sont déjà engagés à apporter en nature au Prix de l'Offre un nombre de Titres correspondant au montant d'investissement ci-après de 2,5 M€, en échange de titres de la Holding ; l'investissement des Managers dans les AO et les ADPa est ainsi réalisé au sein de deux cercles réunissant :
 - pour le premier cercle, M. Frédéric Moyne et M. Julien Gauthier ;
 - pour le second cercle, les autres Managers ;
- l'octroi à certains managers d'actions de préférence gratuites, suivant le régime légal²²⁹, de la Holding (« **ADPb** » ou « **PSb** »), donnant droit à leurs titulaires à une partie de la plus-value réalisée sur le projet en cas de Sortie telle que définie *supra* (§ 6.3.2), en fonction de l'atteinte de taux de rendement interne (TRI) à l'horizon de la Sortie, étant précisé que :
 - les ADPb seront soumises annuellement à un *vesting* de 25% correspondant à une période d'acquisition de 4 ans sous condition de présence de leurs bénéficiaires, à l'exception de M. Frédéric Moyne et M. Julien Gauthier, qui ne sont pas soumis à la condition de présence pour la première année de la période de *vesting*²³⁰ ;
 - le montant de la plus-value de Sortie revenant aux Managers au titre des ADPb ne peut excéder 9,09% du montant de la cession des titres de la Holding à la Sortie.

²²⁵ Projet de Note d'Information, § 1.3.3, « Investissement des dirigeants dans la Holding », p. 16-17.

²²⁶ « *Main terms and conditions of the agreements between the financial investor and the individual investors* » en date du 12 mai 2022.

²²⁷ Ce taux de rendement, qui sera fixé par référence aux taux de marché applicables pour des instruments de dettes comparables, correspond à celui du prêt consenti par l'Investisseur à l'Initiateur pour le financement de l'Offre, et est répliqué aux bornes de Kyoto TopCo au travers des ADPa incluses dans le *Mix Pari Passu* ; il nous a été confirmé que ce taux devrait être compris entre 2,88% et 3,71%.

²²⁸ En l'occurrence Bpifrance et Kyoto LuxCo 1.

²²⁹ Dans le respect des dispositions des articles L. 225-197-1 et s. du Code de commerce.

²³⁰ Sauf en cas de démission ou de licenciement pour faute grave ou faute lourde.

La constitution d'une réserve à hauteur de 10% du *Mix Pari Passu* et des ADPb attribuées aux Managers est prévue contractuellement et dans la modélisation du Plan afin de permettre à des salariés du Groupe de rejoindre le dispositif dont bénéficient les Managers aux termes du Plan (la « **Réserve** »).

Au vu des caractéristiques de l'investissement et de l'intéressement des bénéficiaires du *management package* telles qu'ainsi résumées :

- le principe d'investissement en AO et en ADPa par les Managers *pari passu* avec les autres associés de la Holding n'appelle pas d'observation ;
- s'agissant des droits inhérents aux ADPb :
 - nous nous sommes attachés à déterminer le montant de la plus-value de Sortie que les ADPb confèrent à leurs bénéficiaires au travers d'une double modélisation (loi normale au travers d'un tirage *Monte-Carlo* et loi beta sur un horizon 5 ans), permettant d'appréhender la valeur à terme des capitaux propres de Kyoto BidCo que nous avons assimilés à ceux de la Holding :
 - il en résulte un montant de plus-value de Sortie conférée par les ADPb aux signataires du *Term Sheet* de Plan, en la personne de M. Frédéric Moyne et M. Julien Gauthier, qui, rapportée à une base annuelle et cumulée à celle de leur rémunération actuelle, serait compatible avec le *package* constitué de la rémunération, d'une part, et du paiement fondé sur les actions²³¹, d'autre part, de cadres dirigeants de sociétés du SBF 120, indice boursier de référence de la Société (§ 3.1) ;
 - nous avons par ailleurs rapporté la part de plus-value de Sortie revenant à chaque bénéficiaire d'ADPb²³² au nombre d'Actions détenues individuellement ; les distorsions constatées sur les ratios ainsi calculés entre les bénéficiaires d'ADPb confirment l'absence de lien entre leurs statuts actionnarial, d'une part, et managérial, d'autre part ;
 - à titre indicatif, le bénéfice de l'octroi de la plus-value de Sortie au titre des droits conférés par les ADPb à leurs bénéficiaires n'est envisageable, d'après nos estimations, que sous condition de l'accroissement sur un horizon de 5 ans de près de 50% de la valeur des capitaux propres du Groupe induite par le Prix de l'Offre de l'Action ;
 - l'octroi des ADPb s'inscrit dans le cadre du régime légal des actions gratuites²³³.

²³¹ Au sens de la norme IAS 24 « Information relative aux parties liées » sur renvoi à la norme IFRS 2 « Paiement fondé sur des actions ».

²³² Plus-value revenant aux Managers telle que nous l'avons modélisée ; le raisonnement peut éventuellement être conduit sur un montant forfaitaire de plus-value revenant aux Managers au titre des ADPb.

²³³ En vertu des articles L. [225-197-1](#) et s. du Code de commerce.

6.4.2. Droits de transfert des titres de la Holding

Les dispositions suivantes du *Term Sheet* de Plan relatives aux transferts de titres de la Holding :

- droit d'agrément²³⁴ ;
- droit de préemption des Managers et de Kyoto LuxCo 1²³⁵ ;
- droit de sortie forcée de Kyoto LuxCo 1 (« *drag along right* »)²³⁶ ;
- droit de sortie conjointe (« *tag along right* »)²³⁷,

que nous considérons comme usuelles, n'appellent pas d'observation de notre part.

6.4.3. Droits de liquidité

Le mécanisme de liquidité au bénéfice des Managers consiste en :

- une option d'achat sur les ADPb détenues par chaque Manager en cas de départ (l'« **Option d'Achat Manager** »), exerçable dans les 9 mois à compter du départ et, dans tous les cas, après la fin de la période de conservation des ADPb ; et
- une option de vente sur l'ensemble des titres de la Holding (OA, ADPa, ADPb), détenues par chaque Manager en cas de décès, d'incapacité ou d'invalidité (l'« **Option de Vente Manager** »), exerçable dans les 6 mois à compter de la fin de la période d'exercice de l'Option d'Achat Manager.

Le prix d'exercice de l'Option d'Achat Manager ou de l'Option de Vente Manager sera déterminé sur la base de l'Iso-multiple d'EBITDA, qui est appliqué pour assurer la liquidité des Actions de Performance Indisponibles (§ 6.1) et des titres de la Holding détenus par Bpifrance (§ 6.3), après application le cas échéant d'une décote d'illiquidité, variable en fonction de la date d'exercice, sur la valeur des titres de la Holding ; en cas de Sortie dans les 12 mois suivant l'exercice de l'Option d'Achat Manager, le prix de l'Option d'Achat Manager sera augmenté pour être égal au prix des titres de la Holding résultant de la Sortie.

²³⁴ Sauf agrément du Comité de Surveillance, les cessions individuelles de titres de la Holding (autres qu'un transfert libre usuel) sont interdites au cours des 10 premières années suivant la réalisation, au sens du règlement livraison, de l'Offre.

²³⁵ Les managers et Kyoto LuxCo 1 bénéficient d'un droit de préemption, respectivement de premier rang et de second rang, en cas de transfert direct ou indirect de titres de la Holding (autre qu'un transfert libre usuel), après l'expiration du droit d'agrément du Comité de Surveillance *i.e.* à l'issue des 10 premières années suivant la réalisation, au sens du règlement livraison, de l'Offre.

²³⁶ En cas d'offre pour l'acquisition de la totalité des titres de la Holding de la part d'un tiers (autre qu'un transfert libre usuel), Kyoto LuxCo 1 aura le droit de faire en sorte que les Managers cèdent la totalité de leurs titres de la Holding dans les mêmes termes et conditions que ceux prévus pour la cession des titres de la Holding détenus par Kyoto LuxCo 1, et de façon conjointe.

²³⁷ En cas de transfert (autre qu'un transfert libre usuel), par Kyoto LuxCo 1 de tout ou partie de ses titres de la Holding, à un tiers conduisant à la prise de contrôle de la Holding par ce dernier, les Managers peuvent exiger de céder la totalité de leurs titres de la Holding à ce tiers (ou le cas échéant, sous la forme d'un droit de sortie proportionnel, de lui céder leurs titres de la Holding à proportion des titres de la Holding cédés par Kyoto LuxCo 1 à ce même tiers), dans les mêmes termes et conditions que ceux du transfert opéré par Kyoto LuxCo 1.

Les Managers bénéficieront en outre, sous la forme d'options de vente accordées par Kyoto LuxCo 1, d'une liquidité partielle sur leurs titres de la Holding au 4^{ème}, au 6^{ème} et au 7^{ème} anniversaire, et totale au 8^{ème} anniversaire de la date de leur investissement, dans les proportions et sur les catégories de titres suivants :

- 4^{ème} anniversaire : jusqu'à 25% des titres *pari passu* détenus (AO et ADPa) ;
- 6^{ème} anniversaire : jusqu'à 25% des titres *pari passu* détenus (AO et ADPa) ;
- 7^{ème} anniversaire : jusqu'à 50% des titres restants (AO, ADPa et ADPb) ;
- 8^{ème} anniversaire : 100% des titres restants (AO, ADPa et ADPb).

Le prix de vente des titres de la Holding sera déterminé d'un commun accord entre le représentant des Managers et Kyoto LuxCo 1 ou, à défaut d'un tel accord, sur la base de l'Iso-multiple d'EBITDA, après application d'une décote d'illiquidité, variable en fonction de la date d'exercice, sur la valeur des titres de la Holding.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, en cas d'exercice de l'Option d'Achat Manager, d'exercice de l'Option de Vente, de Sortie, ou d'exercice des fenêtres de liquidité jusqu'au 8^{ème} anniversaire de la date de leur investissement, les Managers ne bénéficient d'aucun prix de vente garanti.

En définitive, tel qu'il est conçu, le mécanisme de liquidité au bénéfice des Managers ne comporte pas de prix prédéterminé, et assure, par l'application de l'Iso-multiple d'EBITDA, une égalité de traitement entre les Actionnaires dans le cadre de l'Offre et les Managers.

6.4.4. Synthèse

Nous n'avons pas identifié dans le *management package* de dispositions pouvant affecter le Prix de l'Offre ou susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement des Actionnaires dans le cadre de l'Offre.

6.5. Mécanisme d'intéressement des salariés

Comme précisé dans le *Term Sheet* de Plan, le système d'intéressement des salariés a vocation à perdurer par l'émission de 40.000 Actions de Performance qui seront attribuées gratuitement en 2023 à des salariés autres que les bénéficiaires des ADPb.

Ce dispositif n'appelle pas d'observation.

6.6. Engagements d'apport à l'Offre²³⁸

Nous n'avons pas eu connaissance d'engagements d'apport d'Actions à l'Offre ou à l'Investisseur autres que ceux résultant de l'investissement de Bpifrance et des Managers dans Kyoto TopCo recensés ci-avant (§ 6.2 et § 6.4.1).

²³⁸ Projet de Note d'Information, § 1.3.4 « Autres engagements d'apport à l'Offre ».

Aux termes d'une déclaration d'intention en date du 12 mai 2022, nous avons pris acte que CDC Croissance, contrôlée par CDC, envisage « *d'apporter tout ou partie de ses titres à l'initiateur de l'offre au prix de l'offre, sous réserve de l'approbation de ses organes de gouvernance interne, de la remise par le conseil d'administration d'Albioma de son avis motivé sur l'offre et de la réalisation de l'offre.* »

6.7. Appréciation générale des Accords et Opérations Connexes

En définitive, nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions qui s'avéreraient contraires aux intérêts des Actionnaires ou aux détenteurs de BSAAR.

6.8. Examen des conditions du prêt d'associé

Le prêt intragroupe qui sera consenti par Kyoto BidCo à la Société a vocation à refinancer le *Sustainability-Linked Euro PP* émis par la Société en décembre 2020 (§ 2.8) ; il nous a été confirmé que son taux de rémunération devrait s'établir à 2,925%, correspondant à la moyenne des taux de rémunération des deux tranches du *Sustainability-Linked Euro PP*, à échéances au 7 décembre 2027 (50 M€ au taux de 2,85%) et au 7 décembre 2028 (50 M€ au taux de 3,00%).

Dès lors, ces conditions de rémunération n'appellent pas d'observation.

7. Observations formulées par des détenteurs de Titres

Nous avons relayé le Communiqué de presse du 28 avril 2022 faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 2 mai 2022 sur notre site d'informations.

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires, ni de détenteurs de BSAAR, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, ni par l'Initiateur.

8. Synthèse

Conformément au champ de la saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes principalement attachés à vérifier que :

- le Prix de l'Offre de l'Action et le Prix de l'Offre du BSAAR sont équitables pour les Actionnaires et les détenteurs de BSAAR dans le contexte de l'Offre ;
- les conditions du Prix de l'Offre de l'Action et du Prix de l'Offre du BSAAR ne sont pas de nature à porter atteinte à l'égalité de traitement entre les Actionnaires ou les détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ;
- l'ensemble des Accords et Opérations Connexes que nous avons recensés en lien avec l'investissement au capital de Kyoto TopCo ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des Actionnaires et des détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ; nous avons notamment porté notre attention, dans le schéma de l'investissement au capital de Kyoto TopCo, sur :
 - les conditions d'apport à l'Offre et d'apport à Kyoto TopCo des Actions détenues par Bpifrance ;
 - le principe de l'investissement dans le *Mix Pari Passu*, aux côtés de Kyoto LuxCo 1, d'une part, de Bpifrance et, d'autre part, des Managers, rémunéré en AO et en ADPa ;
 - le principe et les modalités d'octroi aux Managers des ADPb leur donnant droit, en fonction d'objectifs de TRI, à une part de la plus-value de Sortie aux côtés de l'Investisseur.

Nous constatons que, par l'Offre :

- les Actionnaires bénéficient d'une liquidité de leurs Titres au Prix de l'Offre de l'Action²³⁹, extériorisant des primes au regard :
 - des CMPV avant rumeurs sur les négociations entre l'Investisseur et la Société²⁴⁰, et avant l'annonce de l'Offre ;
 - de l'ensemble des valeurs centrales résultant des méthodes d'évaluation intrinsèque (SOTP, DCF, DDM), à titre principal, et analogique par les Comparables Boursiers, à titre secondaire ;
- les détenteurs de BSAAR bénéficient d'une liquidité de leurs Titres par transparence avec le Prix de l'Offre de l'Action.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions qui s'avèreraient contraires aux intérêts des Actionnaires ou aux détenteurs de BSAAR.

Compte tenu de son statut de pure holding, l'Investisseur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société (§ 2.7). L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société sous la direction opérationnelle des Managers, à l'appui des moyens mis à sa disposition par l'Investisseur.

²³⁹ 50,84 € dividende attaché (0,84 €), soit 50,0 € dividende détaché.

²⁴⁰ Par référence à la date du 7 mars 2022.

9. Conclusion

Après avoir analysé l'économie générale de l'Offre, et à l'issue de nos travaux d'évaluation des Actions et des BSAAR dans la perspective de l'Offre, ainsi que de l'examen des caractéristiques des ADPa et des ADPb dans le cadre de l'investissement au capital de la Holding, et plus généralement des Accords et Opérations Connexes :

- nous sommes en mesure de conclure, d'un point de vue financier, sur le caractère équitable, pour les Actionnaires ainsi que les détenteurs de BSAAR susceptibles d'apporter leurs Titres à l'Offre qui revêt un caractère volontaire, des termes de l'Offre recouvrant :
 - le Prix de l'Offre de l'Action de 50,00 € (dividende détaché) ;
 - le Prix de l'Offre du BSAAR de 29,10 € ;
- nous n'avons pas identifié :
 - dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires, ainsi que des détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre ;
 - dans les conditions de fixation du Prix de l'Offre de l'Action et du Prix de l'Offre du BSAAR, de dispositions susceptibles de porter atteinte à l'égalité de traitement entre les Actionnaires ou les détenteurs de BSAAR dont les Titres sont visés par l'Offre.

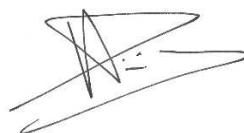
Paris, le 30 mai 2022

LEDOUBLE SAS



Olivier CRETTE

Associé



Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Annexes

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Critères de sélection des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



TOUR OPUS¹²
LA DÉFENSE 9
77 ESPLANADE DU GÉNÉRAL
DE GAULLE
92814 LA DÉFENSE CEDEX
T. : +33 (0)1 47 76 67 00
F. : +33 (0)1 47 76 67 05
www.albioma.com

Ledouble SAS
Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté
8 rue Halévy
75009 Paris

Paris La Défense, le 3 mai 2022

**Objet : Projet d'offre publique d'achat sur les titres de la société Albioma
annoncé par la société Kyoto BidCo SAS - Nomination de l'expert indépendant**

Madame, Monsieur,

Nous vous confirmons par la présente que, sur proposition du Comité *ad hoc* composé en son sein formulée le 15 mars 2022, le Conseil d'Administration d'Albioma (ci-après la « Société ») a décidé, lors de sa réunion du 27 avril 2022, de vous désigner en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat (« OPA ») sur les titres de la Société qui sera déposée par la société Kyoto BidCo SAS (l'« Initiateur ») conformément aux termes du Tender Offer Agreement du 27 avril 2022.

Nous précisons que le Conseil d'Administration a ainsi décidé de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPA visant les titres de la Société annoncée par l'Initiateur le 28 avril 2022 au prix unitaire de 50€ par action (dividende de 0,84 € détaché) et de 29,1€ par bon de souscription (BSAAR) de la Société, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier :

- en raison des accords conclus entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société qui sont susceptibles d'affecter leur indépendance (alinéa 2° de l'article 261-1 I) ;
- en raison des opérations connexes à l'OPA susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix de l'OPA (alinéa 4° de l'article 261-1 I) ; et
- en raison du fait que l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre (alinéa 5° de l'article 261-1 I).

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux que vous avez soumis au Conseil d'Administration de la Société dans votre proposition d'intervention.

Cordialement,


Frédéric Moyne
Président Directeur Général

ALBIOMA – SOCIÉTÉ ANONYME AU CAPITAL DE 1 242 519,01 € – 775 667 538 RCS NANTERRE
SIÈGE SOCIAL : TOUR OPUS12 – 77 ESPLANADE DU GÉNÉRAL DE GAULLE – 92081 PARIS LA DÉFENSE
TVA INTRACOMMUNAUTAIRE FR 77 775 667 538

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

➤ Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants des Conseils, de l'Investisseur, et de l'Établissement Présentateur
- Analyse du projet d'Offre et de son cadre juridique
- Exploitation des informations publiques relatives au Groupe et à l'Investisseur
- Lecture des communiqués de presse de la Société
- Étude des principales caractéristiques et composantes du marché des énergies renouvelables et du positionnement d'Albioma sur ce marché
- Examen des caractéristiques des Titres
- Suivi de l'évolution historique de la cotation des Titres et des cours de bourse des Comparables Boursiers
- Exploitation des notes d'analystes
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Requêtes documentaires
- Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse

➤ Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe
- Analyse des comptes consolidés pluriannuels de la Société
- Recherche d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation de la documentation accessible en *data room* et des réponses aux requêtes documentaires
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de références transactionnelles
- Analyse détaillée du Plan d'Affaires Séries longues et du *Business Plan* Groupe 2022-2026
- Examen des Accords et Opérations Connexes
- Modélisation et évaluation des droits attachés aux ADPb
- Évaluation multicritère des Titres et recensement des primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action et le Prix de l'Offre du BSAAR
- Comparaison de l'évaluation des Titres avec leur valorisation par l'Établissement Présentateur

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE (suite)

➤ Administration de la Mission et élaboration du Rapport

- Réunions physiques et à distance, entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Rédaction du Rapport
- Soumission de lettres de représentation à la Direction et aux représentants de l'Initiateur

➤ Rémunération

- Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 220.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission, qui correspond à une enveloppe d'environ 1.000 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Mars 2022

- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant organisé par le conseil juridique de la Société
- Présentation de notre proposition de mission aux membres du Comité Ad Hoc
- Confirmation de la décision du Comité Ad Hoc pour la désignation de Ledouble en qualité d'expert indépendant
- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants du conseil juridique et du conseil financier de la Société
- Examen des éléments de valorisation des Titres par le conseil financier de la Société
- Élaboration du programme de travail

> Avril 2022

- Lettre de mission sous réserve de la confirmation formelle par le Conseil d'Administration de la désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant
- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Exploitation des informations publiques concernant le Groupe et l'Investisseur
- Étude de marché et recherche de sources documentaires et d'informations financières et sectorielles dans les bases de données
- Examen du corpus juridique du projet d'Offre
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Exploitation des informations comptables et financières du Groupe
- Accès à la *data room*
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
- Analyse du cours de bourse des Titres
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de références transactionnelles
- Requêtes documentaires et sessions Q&A
- Analyse détaillée et modélisation du Plan d'Affaires Séries longues et du *Business Plan* Groupe 2022-2026
- Évaluation multicritère des Titres
- Modélisation et évaluation des droits attachés aux ADPb
- Examen des éléments de valorisation des Titres par l'Établissement Présentateur
- Confirmation de la désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (27 avril 2022) et annonce du projet d'Offre (28 avril 2022)

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

➤ Mai 2022

- Lettre de mission de la Société en **Annexe 1**
- Réitération de la lettre de mission
- Réunions et entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les représentants de l'Investisseur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur
- Contacts avec des analystes financiers
- Actualisation des paramètres financiers de l'évaluation multicritère des Titres
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Examen des versions successives du Projet de Note d'Information avant le dépôt auprès de l'AMF
- Requête documentaire et session Q&A
- Rédaction du projet de Rapport
- Levée des suspens
- Revue qualité
- Soumission des lettres de représentation de la Direction et de l'Initiateur
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse
- Finalisation du Rapport
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc et au Conseil d'Administration du 30 mai 2022 avant le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

Albioma

- | | |
|---------------------|--------------------------------------|
| ▪ Frédéric MOYNE | Président Directeur Général |
| ▪ Julien GAUTHIER | Directeur Général Adjoint – Finances |
| ▪ Sébastien CLAIR | Directeur du Contrôle de Gestion |
| ▪ Mickaël RENAUDEAU | Secrétaire Général |

Comité Ad Hoc

- | | |
|----------------------|-----------------------------|
| ▪ Pierre BOUCHUT | Président du Comité Ad Hoc |
| | Administrateur indépendant |
| ▪ Jean-Carlos ANGULO | Administrateur indépendant |
| ▪ Frank LACROIX | Administrateur indépendant |
| ▪ Frédéric MOYNE | Président Directeur Général |

> Initiateur

KKR

- | | |
|-------------------------|--|
| ▪ Ryan MILLER | <i>Director, Energy & Infrastructure</i> |
| ▪ Alexandre Van MEEUWEN | <i>Principal, Infrastructure</i> |
| ▪ Rafael ROMEO GUILLÉN | <i>Associate</i> |
| ▪ Marion HIMBERT | <i>Analyst</i> |

> Conseils juridiques

Darros Villey Maillot Brochier

- | | |
|-------------------------------|---------|
| ▪ Bertrand CARDI | Associé |
| ▪ Olivier HUYGHUES DESPOINTES | Associé |
| ▪ Dafna DAVIDOVA | Avocate |

Bredin Prat

- | | |
|---------------------------|----------|
| ▪ Florence HAAS | Associée |
| ▪ Jean-Florent MANDELBAUM | Associé |
| ▪ Marine BLOTTIAUX | Counsel |
| ▪ Kathleen QUINARD | Avocate |

> Conseils financiers

J.P. Morgan

- | | |
|---------------------|---------------------------|
| ▪ Marc PANDRAUD | <i>Vice-Chairman</i> |
| ▪ Gregory MAILLY | <i>Executive Director</i> |
| ▪ Christophe SERBON | <i>Executive Director</i> |
| ▪ Sarah KACZMARCZYK | <i>Associate</i> |
| ▪ Antoine COMPAIN | <i>Analyst</i> |

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ Établissement Présentateur

Société Générale

- | | |
|-------------------------------------|--------------------------|
| ▪ Louis-Aynard de CLERMONT TONNERRE | <i>Managing Director</i> |
| ▪ Julien BENHAMOU | <i>Managing Director</i> |
| ▪ Arnaud GIRARD | <i>Associate</i> |
| ▪ Axel NADJAR | <i>Analyst</i> |

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Lettre d'intention de KKR (10 mars 2022)
- Documentation juridique relative aux Accords et Opérations Connexes :
 - Accord d'Investissement entre ETI 2020 et Kyoto LuxCo 1²⁴¹ (13 mai 2022) et *Reinvestment Term Sheet* préalable (20 avril 2022)²⁴²
 - Instruction de blocage des Actions apportées dans le cadre de l'Apport Bpifrance (16 mai 2022)
 - *Term Sheet* de Plan²⁴³ (12 mai 2022)
 - TOA (27 avril 2022)
 - Projet de prêt intragroupe entre Kyoto BidCo et Albioma²⁴⁴
 - Projet de convention de liquidité²⁴⁵ à conclure pour chaque détenteur d'Actions de Performance Indisponibles
- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse

Informations financières

- Éléments de valorisation des Titres par l'Établissement Présentateur (avril 2022)
- Éléments de valorisation des Titres par le conseil financier de la Société (mars 2022)

➤ Documentation relative à Albioma

Informations juridiques

- Kbis (22 avril 2022)
- Statuts (9 mai 2022)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2018 à 2022)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2018 à 2021)
- Suivi plurimensuel de l'actionnariat (2019 à 2022)
- Répartition des BSAAR par détenteurs au 31 décembre 2021
- Répartition des Actions par bénéficiaires d'ADPb
- Avis préalable et avis de convocation des actionnaires à l'Assemblée Générale Mixte du 25 mai 2022
- *Roadshow* gouvernance à l'Assemblée Générale Mixte du 25 mai 2022
- Communiqués de presse

²⁴¹ *Investment Agreement between ETI 2020 and Kyoto LuxCo 1.*

²⁴² L'accord d'Investissement et le *Reinvestment Term Sheet* posent les conditions du Pacte d'Associés à conclure entre ETI 2020 et Kyoto LuxCo 1.

²⁴³ *Main Terms and conditions of the agreement between the financial investor and the individual investors, engagement d'apport de Titres à la Holding du premier cercle des Managers, Specific provisions.*

²⁴⁴ *Intra Loan Agreement between Kyoto BidCo SAS and Albioma.*

²⁴⁵ *Liquidity Agreement.*

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation relative à Albioma (suite)

Informations comptables et financières

- Documents d'enregistrement universel (2020 et 2021)
- Documents de référence (2017 à 2019)
- Reporting Groupe – KPI opérationnels (2020 et 2021)
- Informations comptables sur les sociétés mises en équivalence (2021)
- Résultats trimestriels présentés au Comité d'audit (2022)
- Rapport financier semestriel (2021)
- Plan d'Affaires Séries longues (2022-2051) et documentation y afférente
- *Business Plan* Groupe 2022-2026 et documentation y afférente
- *Business Plan* Groupe antérieurs (2018-2022 à 2021-2025)
- Tests d'*impairment* aux bornes des comptes consolidés du Groupe au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021
- Détail des taux d'actualisation utilisés dans le cadre des tests d'*impairment* au 31 décembre 2021
- Notes d'analystes en charge du suivi de l'Action (2021 et 2022)
- Analyses de marché internes au Groupe (Brésil, La Réunion, Mayotte)
- Veille sectorielle interne au Groupe (avril 2022)
- *Sustainability-Linked Euro PP* (3 décembre 2020)
- *Sustainability-linked financing framework* (2020)
- Financement de la conversion et de la transition d'Albioma Le Gol (mai 2022)
- Délibération de la CRE portant décision sur l'évaluation de la compensation relative au projet d'avenant au contrat d'achat entre EDF Île de la Réunion et Albioma Bois Rouge pour la conversion à la biomasse de l'installation de production d'électricité Albioma Bois Rouge (3 décembre 2020)

➤ Documentation relative à l'Investisseur

- Organigramme de la structure de reprise des Titres
- Statuts de Kyoto LuxCo 1
- Kbis et statuts de Kyoto BidCo, Kyoto MidCo et Kyoto TopCo

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation sectorielle et financière²⁴⁶

- ADEME, *Les énergies renouvelables : une réponse adaptée au contexte guyanais*
- Albioma, *Il est temps de changer d'énergie ! L'essentiel 2021*
- Albioma, *Il est temps de changer d'énergie ! Solaire 2021*
- BERTANI Ruggero, *Geothermal Power Generation in the World 2010-2014 Update Report*, Proceedings World Geothermal Congress 2015, Melbourne, Australia, 19-25 avril 2015
- Bp, *Bp Statistical Review of World Energy 2021*
- Commission de Régulation de l'Énergie, *Transition énergétique dans les ZNI*, 1^{er} juin 2021
- EDF, *Qu'est-ce qu'une énergie renouvelable ?*, 2022
- EDF, *Qu'est-ce que la biomasse ?*, 2022
- EUR-Lex, *Directive européenne 2010/75/UE*
- Grand View Research, *Biomass Power Market*
- IEA, *Renewables 2021 – Analysis and Forecast to 2026*
- INAL Ekin, *Geothermal electricity generation in Turkey: Large potential awaiting investors*, 21 juillet 2020
- IRENA, *Renewable Capacity Statistics 2022*
- IRENA, *World Energy, transition outlook 2022*
- Les Échos, *Le Brésil relève son taux directeur au-dessus de 10%, une première en cinq ans*, 3 février 2022
- Le Figaro avec AFP, *Brésil, l'inflation au plus haut en six ans en 2021*, 11 janvier 2022
- Le Monde, *La Réunion vise une production d'électricité « 100% renouvelable » en 2023*, 18 décembre 2020
- Ministère de la Transition Écologique, *Chiffres clés des énergies renouvelables 2021*
- Ministère de la Transition Écologique, *Plan Climat*, 2017
- REN21, *Renewables 2021 Global Status*, 2021
- Transition énergétique en Martinique, *Énergies renouvelables, quelles ressources pour notre île ?*
- Xerfi, « The Global Renewable Energy Industry », septembre 2021

²⁴⁶ Liens Web au 30 mai 2022.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Sites d'informations

Parties prenantes à l'Offre

- Albioma, <https://www.albioma.com/>
- KKR, <https://www.kkr.com/>

Comparables Boursiers

- Boralex, <https://www.boralex.com/fr/>
- Capital Power, <https://capitalpower.com>
- ContourGlobal, <https://contourglobal.com>
- Drax, <https://www.drax.com/>
- Encavis, <https://www.encavis.com/>
- Innergex, <https://www.innergex.com/fr/>
- Neoen, <https://neoen.com/fr/>
- Solaria, <https://solariaenergia.com/en/>
- Terna Energy, <https://www.terna-energy.com/>
- Voltalia, <https://www.voltalia.com/fr>

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>
- FMI, <https://www.imf.org/fr/home>
- JESDER, <https://jesder.org/>
- Legifrance, <https://www.legifrance.gouv.fr/>

➤ Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2016 à 2022) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

➤ **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

➤ **Olivier CRETTE, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

➤ **Thomas WOESTELANDT, Directeur de mission**

- Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- Membre de la SFEV

➤ **Marjory BRUCHON, CFA, Responsable de mission**

- IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des Marchés
- Membre du CFA Society France
- Membre de la SFEV

➤ **Jérôme GÉRARD, Responsable de mission**

- Université Paris Dauphine-PSL – Master en Audit et Finance d'entreprise

➤ **Erwan BOBIN, Analyste**

- NEOMA Business School – Master en Finance d'entreprise

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Romain DELAFONT, Associé, Revue indépendante

Romain DELAFONT n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 10**

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV

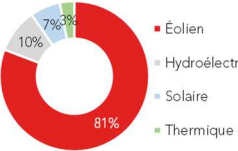
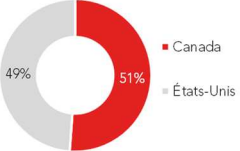
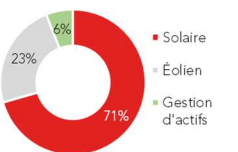
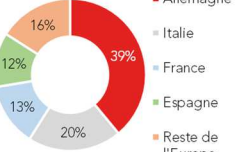
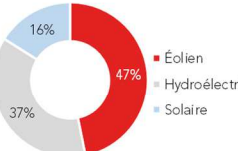
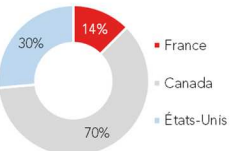
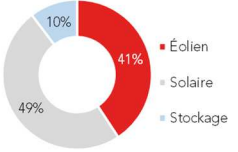
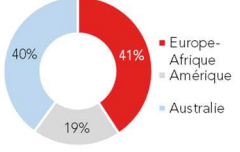
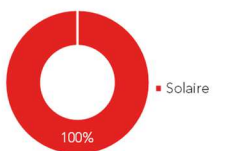
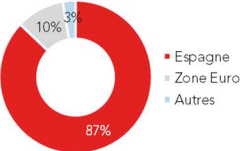
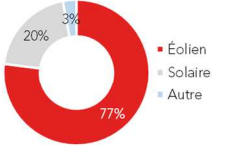
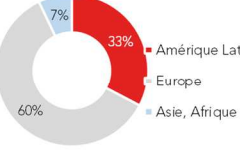
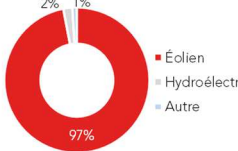
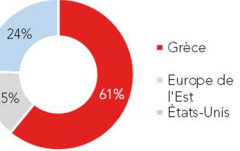
ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE

Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis et BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley & Co International, Natixis et Société
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

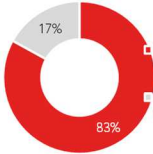
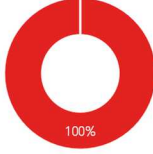
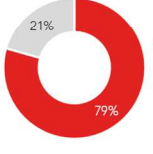
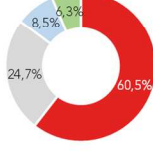
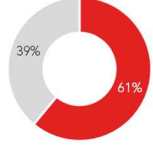
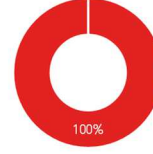
ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSISERS

Descriptif des Comparables Boursiers - Énergies renouvelables

Société	Pays	Description	Cap. boursière (3 mois)	CA 2021 (M€)	CA par activité	CA par région
Boralex		Nationalité : Canada (Québec) Création : 1990 Capacité installée : 2,5 GW Effectifs : 560	3 970	480	 - Éolien - Hydroélectricité - Solaire - Thermique	 - Canada - États-Unis
Encavis		Nationalité : Allemagne Création : 2001 Capacité installée : 2,8 GW Effectifs : 130	2 951	333	 - Solaire - Éolien - Gestion d'actifs	 - Allemagne - Italie - France - Espagne - Reste de l'Europe
Innergex		Nationalité : Canada (Québec) Création : 1990 Capacité installée : 3,8 GW Effectifs : 500	3 759	519	 - Éolien - Hydroélectricité - Solaire	 - France - Canada - États-Unis
Neoen		Nationalité : France Création : 2008 Capacité installée : 2,7 GW Effectifs : 300	3 928	334	 - Éolien - Solaire - Stockage	 - Europe-Afrique - Amérique - Australie
Solaria		Nationalité : Espagne Création : 2002 Capacité installée : 0,8 GW Effectifs : 150	2 480	106	 Solaire	 - Espagne - Zone Euro - Autres
Terna Energy		Nationalité : Grèce Création : 1997 Capacité installée : 0,9 GW Effectifs : 330	1 818	405	 - Éolien - Solaire - Autre	 - Amérique Latine - Europe - Asie, Afrique
Voltaia		Nationalité : France Création : 2005 Capacité installée : 1,3 GW Effectifs : 500	1 843	461	 - Éolien - Hydroélectricité - Autre	 - Grèce - Europe de l'Est - États-Unis

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Descriptif des Comparables Boursiers - Énergies mixtes

Société	Pays	Description	Cap. boursière (3 mois)	CA 2021 (M€)	CA par activité	CA par région
Capital Power		Nationalité : Canada Création : 1891 Capacité installée : 6,6 GW Effectifs : 800	5 054	1 231		
ContourGlobal		Nationalité : Royaume-Uni Création : 2005 Capacité installée : 4,1 GW Effectifs : 2 000	1 649	1 892		
Drax		Nationalité : Royaume-Uni Création : 2005 Capacité installée : 6,4 GW Effectifs : 3 000	3 004	6 058		

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Matrice de sélection des Comparables Boursiers - Énergies renouvelables

Société	Pays	Mix métiers	Croissance	Géographie	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Boralex		✓	✓	✓	✓	✓
Encavis		✓	✓	✓	✓	✗
Innergex		✓	✓	✓	✓	✓
Neoen		✓	✓	✓	✓	✓
Solaria		✓	✓	✓	✓	✓
Terna Energy		✓	✓	✓	✓	✗
Volitalia		✓	✓	✓	✓	✓
7C Solarparken		✓	✓	✓	✗	✗
Altius Renewable Royalties		✗	✓	✗	✗	✗
Altus Power		✓	✓	✗	✗	✗
Atlantica Sustainable Infrastructure		✗	✓	✓	✓	✗
Clearvise		✗	✓	✓	✗	✗

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Matrice de sélection des Comparables Boursiers - Énergies renouvelables

Société	Pays	Mix métiers	Croissance	Géographie	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Cloudberry Clean Energy		✓	✓	✗	✗	✗
Ecoener		✓	✓	✓	✗	✗
Engie Brasil		✗	✓	✗	✓	✓
ERG		✓	✗	✓	✓	✓
Falck Renewables		Offre Publique d'Achat				✗
Greencoat Renewables		✓	✓	✓	✗	✗
Greenvolt		✓	✗	✓	✓	✗
Pacifico Renewables		✓	✓	✓	✗	✗
Polaris Infrastructure		✓	✓	✗	✗	✗
Polenergia		✗	✓	✗	✓	✗
Scatec		✗	✓	✗	✓	✓
Sunnova Energy		✓	✓	✗	✓	✗
TransAlta Renewables		✗	✓	✓	✓	✗

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Matrice de sélection des Comparables Boursiers - Énergies mixtes

Société	Pays	Mix métiers	Croissance	Géographie	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Capital Power		✓	✓	✓	✓	✗
ContourGlobal		✓	✓	✓	✓	✓
Drax		✓	✓	✓	✓	✗
AES		✗	✓	✗	✓	✓
AES Andes		Suivi par les analystes limité				✓
Ormat Technologies		✗	✓	✗	✓	✓
TransAlta		✗	✓	✓	✓	✗

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation des Titres, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation des Titres ainsi que la modélisation et de l'évaluation des droits attachés aux ADPb ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.

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

Annexe 2

Rapport de l'expert-comptable désigné par le Comité de Groupe

ALBIOMA

Projet d'offre publique d'achat initié par KKR

Rapport de l'Expert comptable du Comité de Groupe

Mai 2022

PRÉAMBULE

Notre mission d'expertise s'inscrit dans le cadre des articles L. 2312-42 et L. 2312-43 du Code du travail sur la consultation du Comité de Groupe sur le projet d'offre publique d'acquisition initié le 27 avril 2022.

NB : les informations contenues dans ce rapport sont confidentielles.

Nous avons complété notre analyse documentaire par des entretiens avec les personnes suivantes, que nous remercions pour leur temps et leur disponibilité :

- Direction Albioma : Monsieur Frédéric Moyne (Pdg), Monsieur Julien Gauthier (Dga Finances) et Monsieur Paul Mayer (DRH)
- Le représentant de KKR : Monsieur Vincent Policard
- Monsieur Jimmy Thélémaque (Secrétaire du Comité de Groupe)

En vous remerciant de la confiance que vous avez bien voulu nous témoigner, nous restons bien entendu à votre disposition pour toute information complémentaire.

M. El Kalloubi

N. Schreiber

Directeurs associés

SOMMAIRE

1 – Le secteur : caractéristiques et défis

2 – Le Groupe ALBIOMA

3 – Le Fonds KKR

4 – Les enjeux du projet d’OPA et ses conséquences

4.1 – OPA : caractéristiques et calendrier

4.2 – Impacts stratégiques et opérationnels

4.3 – Impacts sociaux

5 – Des inquiétudes et menaces

1- Le secteur

Caractéristiques et défis

Le secteur de la production d'énergie : principales caractéristiques

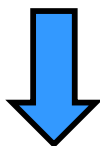
Le secteur de la production d'énergie en France :

- reste nettement dominé par un acteur majeur en France : EDF
- le nucléaire demeure prépondérant dans le mix énergétique français



De fortes contraintes pèsent sur le secteur :

- le marché du renouvelable reste très dépendant des politiques publiques
- Nécessité d'une croissance intensive et extensive
- Réalisation de lourds investissements en continu



Difficultés inhérents à ce secteur :

- Environnement réglementaire
- Pression environnementale



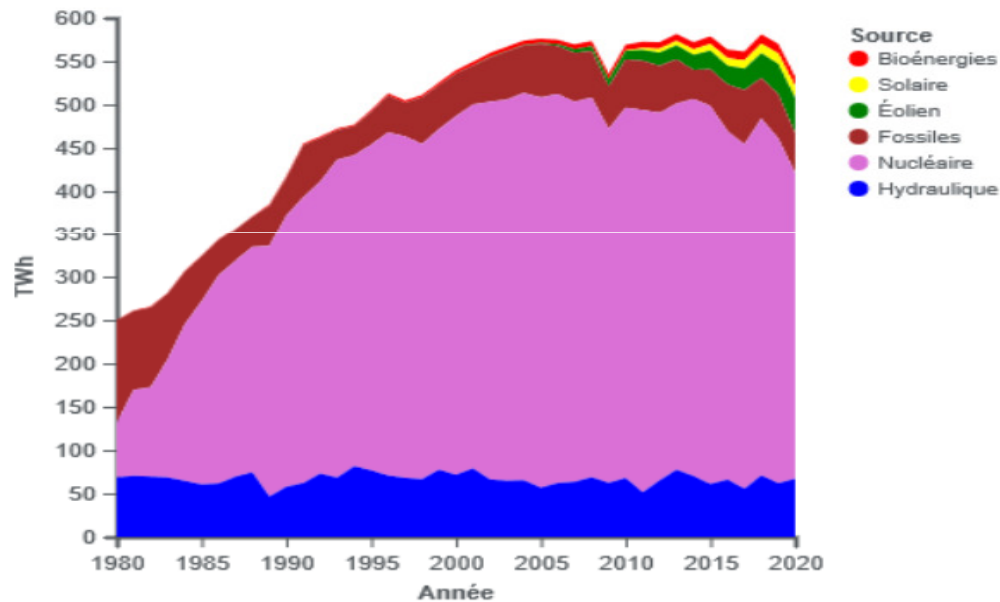
Des contraintes pèsent sur le développement du renouvelable en France

- ☐ Une évolution tarifaire capée par la CRE
- ☐ La hausse tarifaire vs la progression des coûts de revient
- ☐ La contrainte environnementale
- ☐ Le nucléaire et le gaz : énergie « verte » ?

- ✓ Les ambitions de la PPE sont-ils atteignables :
 - ❖ 40% d'électricité d'origine renouvelable d'ici 2030 ?
 - ❖ Réduction de la combustion fossile de 35% d'ici 2028 ?
- ✓ Le développement de l'énergie renouvelable dépend fortement de l'implication des pouvoirs publics, sous forme :
 - ❖ D'avantages fiscaux
 - ❖ D'aménagement des territoires et des infrastructures
 - ❖ D'investissements directs

Le positionnement concurrentiel

Le secteur en France est marqué par un fort déséquilibre : EDF et le nucléaire demeurent prépondérants.



Production d'électricité par source en France

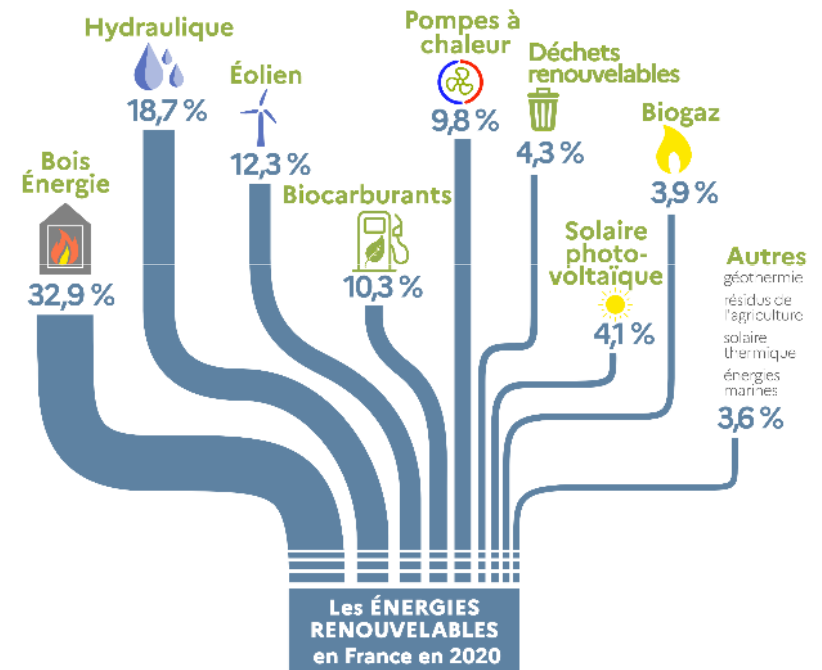
1980-1989 : production nette (EIA)²

1990-2020 : production brute (Agence internationale de l'énergie)³

NB : l'énergie marémotrice est incluse dans l'hydraulique et les déchets dans les bioénergies.

- ✓ 1/3 de la production nationale renouvelable provient de la filière Bois énergie
- ✓ La part des EnR est passée plus de 19% de la consommation finale en France
- ✓ Evolution des EnR en France en 20 ans : +84%

- Le nucléaire et les énergies fossiles restent prépondérants dans le mix énergétique français
- Le renouvelable ne représente que 13,1%



Source : calculs SDES

2- Le groupe ALBIOMA

principales données financières

Plan MT 2022-2026

CONFIDENTIEL

Évolution de l'EBITDA

CONFIDENTIEL

Évolution du Résultat net

CONFIDENTIEL

Capex de développement et d'exploitation (Mgt case)

CONFIDENTIEL

..... essentiellement financé par l'endettement

CONFIDENTIEL

Compte de résultat synthétique par activité (Mgt case)

CONFIDENTIEL

Évolution de l'endettement et de la trésorerie (Mgt case)

CONFIDENTIEL

Source : Business plan groupe Albioma 2022-2026

Mix ENR (Mgt case)

Un objectif de 96% d'énergies renouvelables à horizon 2026

CONFIDENTIEL

Source : Business plan groupe Albioma 2022-2026

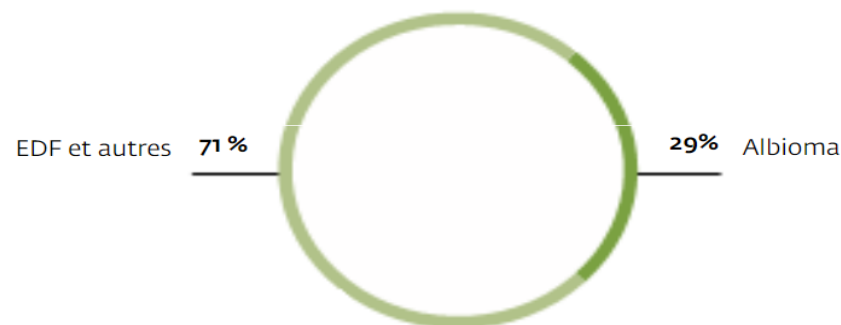
ALBIOMA : acteur clé en Outre Mer

Part de la production d'électricité totale assurée par le Groupe dans l'Outre-mer français et à l'Île Maurice en 2021

La Réunion



Guadeloupe



Martinique

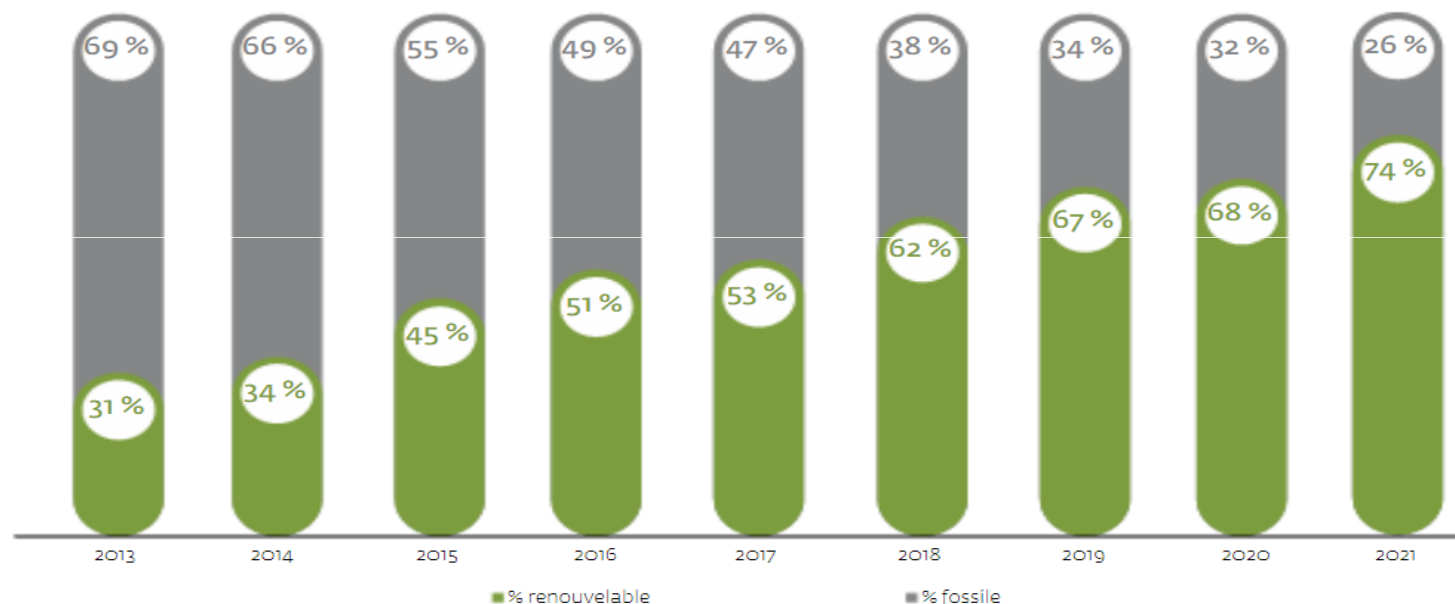


Île Maurice

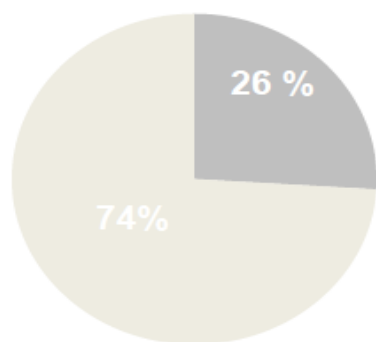


- 40% de l'électricité à La Réunion
- 29% en Guadeloupe
- 18% en Martinique
- 45% à l'Île Maurice

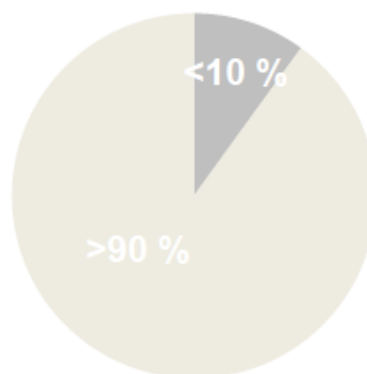
ALBIOMA : principal moteur dans la transition énergétique en Outre Mer



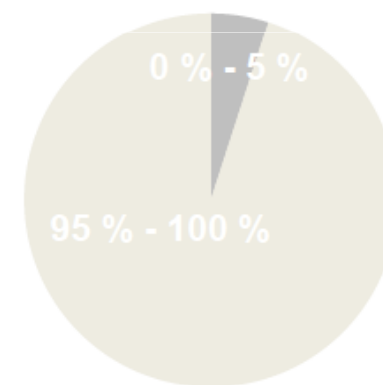
2021



Objectif 2025



Objectif 2030



L'abandon total du charbon en Outre-mer français est prévu pour fin 2025

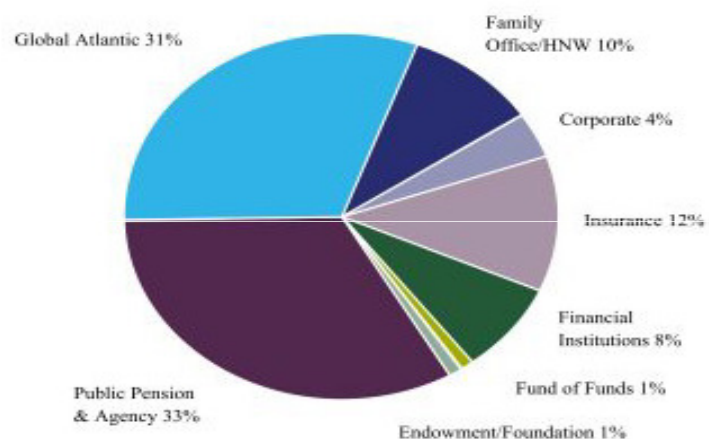
Source : Doc. d'enregistrement universel 2021

3- Le fonds KKR

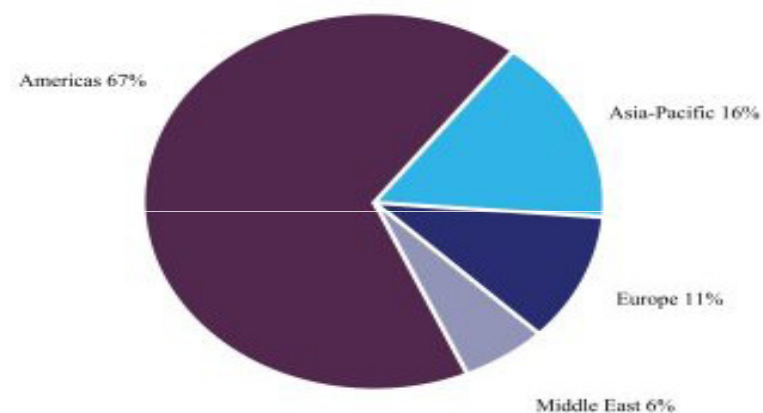
principales données

KKR: principales données financières

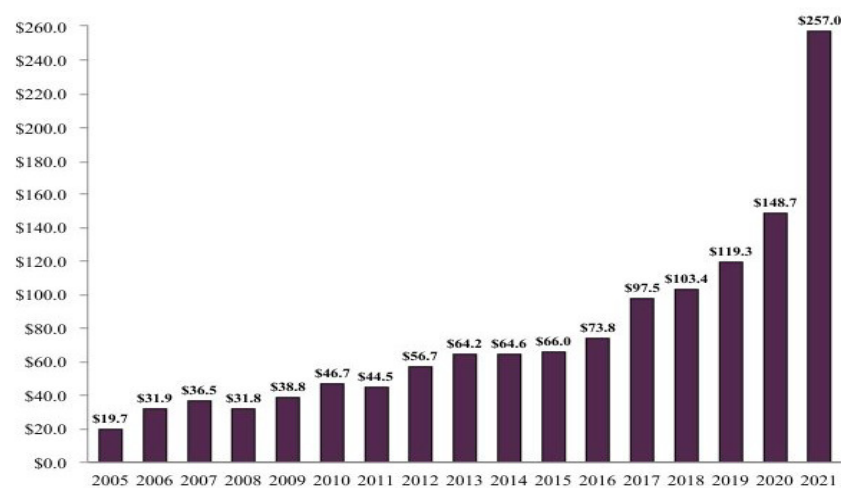
Composition des principaux investisseurs du Fonds KKR



.... et leur origine géographique



Actifs gérés (en Milliards \$)



Montant investi et valorisation de ces fonds d'investissement au 31/12/2021

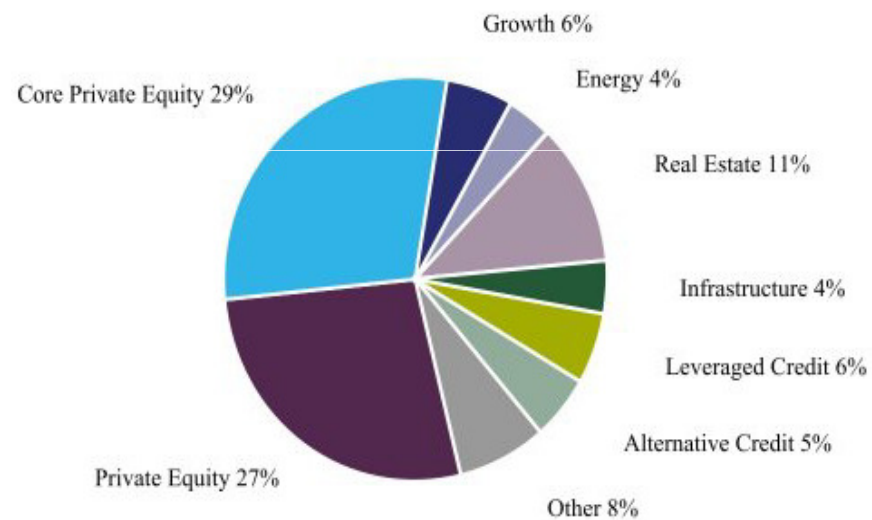


KKR: principales données financières

	Year Ended		
	December 31, 2021	December 31, 2020	Change
	(\$ in thousands)		
Revenues			
<i>Asset Management</i>			
Fees and Other	\$ 2,850,154	\$ 2,006,791	\$ 843,363
Capital Allocation-Based Income (Loss)	6,842,414	2,224,100	4,618,314
	<u>9,692,568</u>	<u>4,230,891</u>	<u>5,461,677</u>
<i>Insurance</i>			
Net Premiums	2,226,078	—	2,226,078
Policy Fees	1,147,913	—	1,147,913
Net Investment Income	2,845,623	—	2,845,623
Net Investment-Related Gains	203,753	—	203,753
Other Income	120,213	—	120,213
	<u>6,543,580</u>	<u>—</u>	<u>6,543,580</u>
Total Revenues	16,236,148	4,230,891	12,005,257
Investment Income (Loss) - Asset Management			
Net Gains (Losses) from Investment Activities	7,720,923	3,642,804	4,078,119
Dividend Income	698,800	352,563	346,237
Interest Income	1,485,470	1,403,440	82,030
Interest Expense	(1,070,368)	(969,871)	(100,497)
Total Investment Income (Loss)	8,834,825	4,428,936	4,405,889
Net Income (Loss)	12,295,179	5,117,598	7,177,581
Net Income (Loss) Attributable to Redeemable Noncontrolling Interests	4,060	—	4,060
Net Income (Loss) Attributable to Noncontrolling Interests	7,624,643	3,115,089	4,509,554
Net Income (Loss) Attributable to KKR & Co. Inc.	4,666,476	2,002,509	2,663,967

KKR: principales données financières

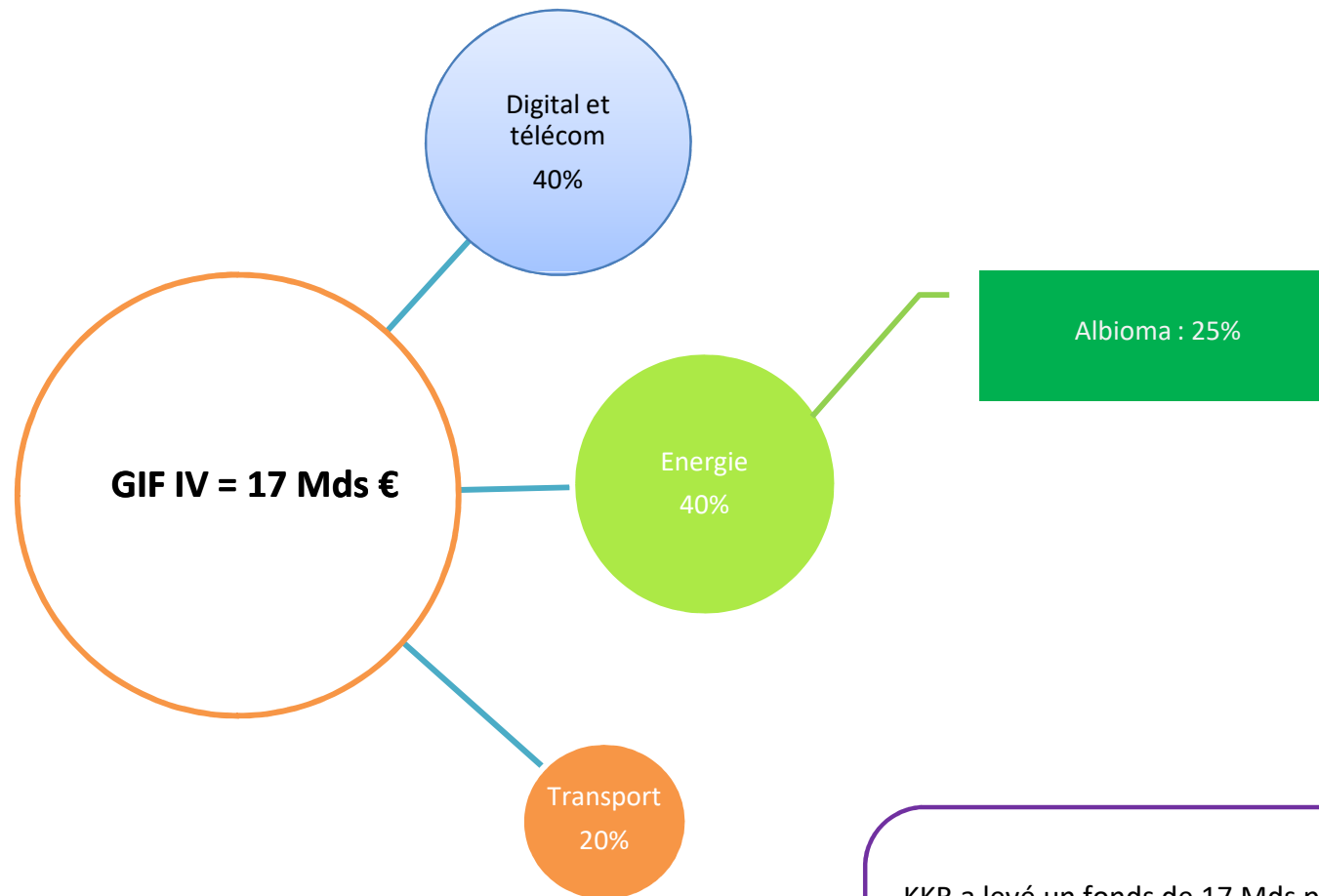
Répartition par classe d'Actifs au 31/12/2021



➤ Essentiellement investis dans la Core et la Private Equity (56%)

➤ Activité Infrastructure ne représentait que 4% des classes d'actifs au 31/12/2021

KKR accélère sa stratégie dans les infrastructures en Europe



KKR a levé un fonds de 17 Mds pour les projets d'infrastructures :

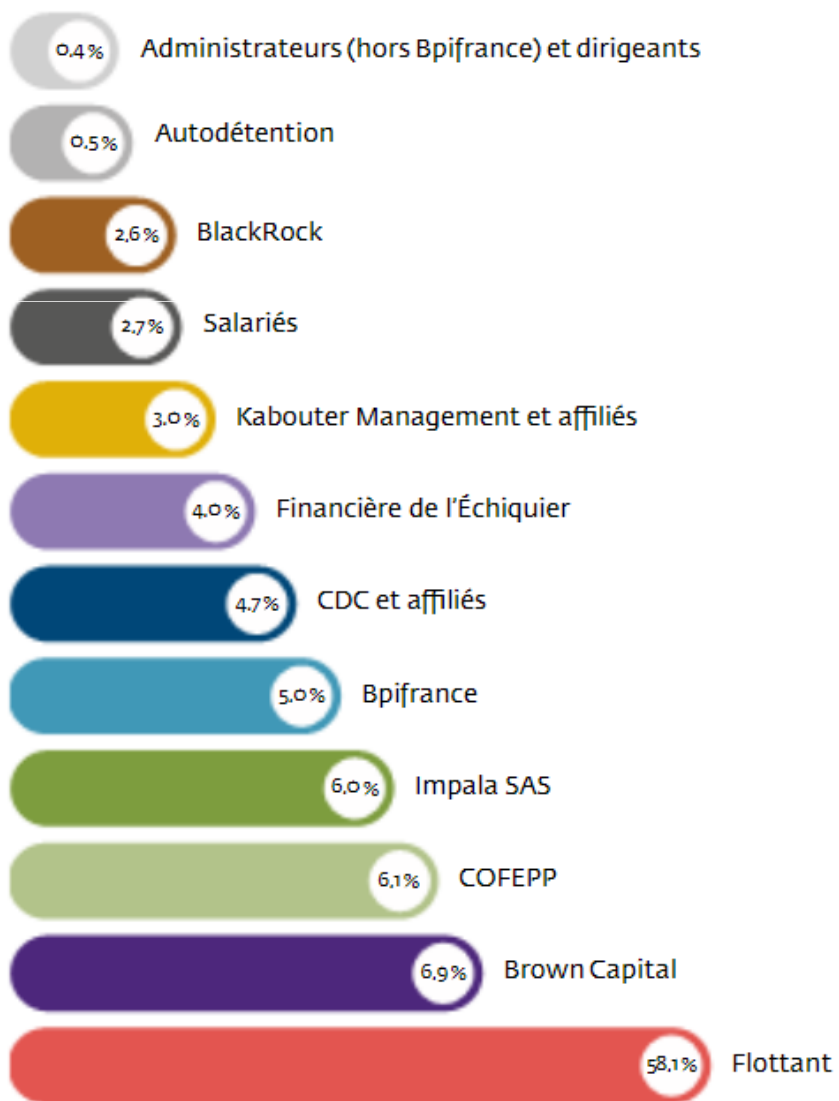
- Fonds : durée 12 à 15 ans
- 15 à 20 investissements prévus
- Rentabilité exigée : moy. 10%

4- Le enjeux du projet d'OPA et ses conséquences

Les principales caractéristique du projet d'OPA

- ☐ Le projet d'offre a été annoncée le 2 mai 2022 au Comité de Groupe Albioma.
Néanmoins, la direction du Groupe a été approchée par l'initiateur du projet depuis fin décembre 2021, et l'offre a été rendue publique le 28 avril 2022.
- ☐ Le prix proposé est de 50 euros par action et 29,1 euros par bon de souscription (BSAAR).
Cette proposition valorise le groupe Albioma à 1,7 Mds d'euros (hors endettement).
- ☐ Ce projet d'offre a reçu un accueil favorable du Conseil d'Administration d'Albioma, suite aux engagements de l'initiateur sur la stratégie, l'intégrité du Groupe et le maintien de l'emploi : Elle a été qualifiée d'amicale par le Conseil d'Administration.
- ☐ Conditions de succès :
 - ☐ Franchissement du seuil de caducité : > 50,01% du capital et droits de vote
 - ☐ Obtention du visa des autorités
- ☐ Financement de l'Offre:
 - ☐ Fonds propres : 1,3 Mds
 - ☐ Endettement : 425 M€

ALBIOMA : un actionnariat très dilué



➤ Pas d'actionnariat de référence depuis 2015

➤ Le flottant représente la part du capital détenu par des actionnaires ayant une participation inférieure à 5%. Il représentait 58,1% du capital à fin mars 2022. Ce sont ces actionnaires que le fonds KKR va devoir convaincre d'apporter leurs actions afin qu'il dépasse le seuil de 50,01% du capital, en plus des autres principaux fonds.

ALBIOMA : parcours boursier correct au cours de la décennie



➤ Le cours de Bourse Albioma a progressé régulièrement avec une forte accélération sur la période 2019-2020, mais une nette contre-performance sur l'année 2021 (- 30%).

➤ KKR : OPA timing opportun ?

Le prix proposé est similaire au cours de Bourse de janvier 2021.



Valorisation ALBIOMA : fair value ?

✓ Les méthodes de valorisation retenues dans la note AMF, essentiellement basées sur le cours de bourse, évalue Albioma entre 31 et 41 euros par actions.

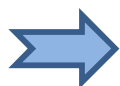
✓ La société a procédé à sa propre évaluation (étude réalisée par JP Morgan). Les détails des méthodes de valorisation ne nous ont pas été communiquées.

Méthodes retenues : Méthode LBO et méthode d'actualisation des flux de trésorerie

✓ Fourchette de prix (JP Morgan) :

❖ Entre 41 et 50,6 euros par action (horizon plan MT)

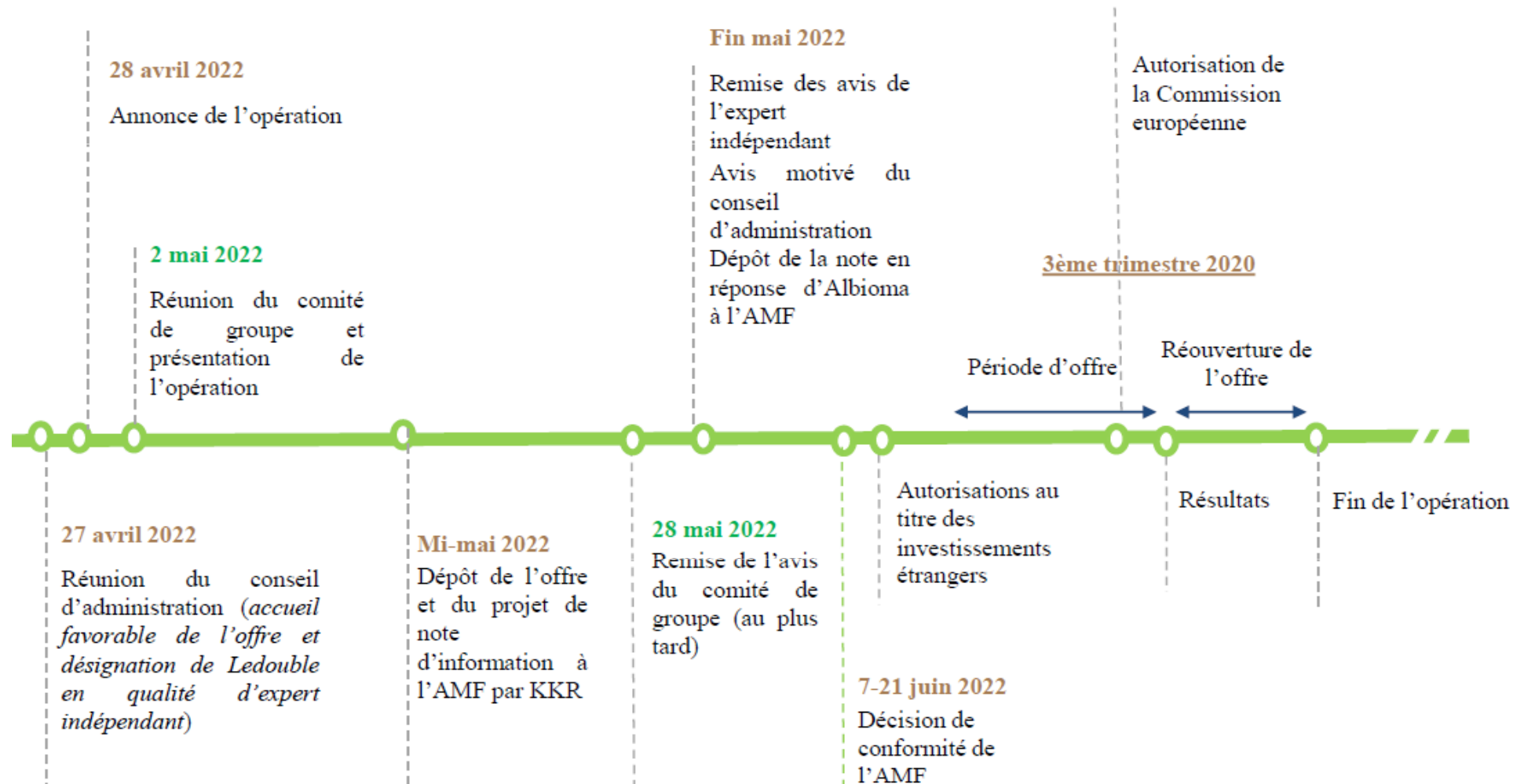
❖ Entre 44,7 et 54,3 euros par action (hypothèse investissement complémentaire post 2026, 150 M€/an/5ans).



Le prix proposé par KKR est dans la fourchette de cette valorisation.

Les principales étapes de l'opération

Calendrier du déroulement de l'OPA



➤ Le processus d'information/consultation intervient réglementairement dès le début du process de l'OPA (dès l'annonce officielle)

➤ Le dépôt d'un projet d'offre, et donc d'un dossier auprès de l'AMF, a été réalisé le 13 mai 2022. Cette étape se caractérise par le dépôt d'un projet de note d'information, qui présente aux investisseurs l'ensemble des caractéristiques de l'offre. Il est publié dès son dépôt, mais reste soumis à l'examen de l'AMF qui peut demander des modifications de fond et de forme.

L'AMF va alors instruire le dossier, demander des précisions ou des informations complémentaires à l'initiateur du projet avant de valider l'offre. Dans la majorité des cas, cette phase dure environ 2 à 3 semaines. L'avis de conformité de l'offre est formellement émis par le collègue de l'AMF qui se réunit environ 1 fois toutes les 2 semaines. Cette attestation délivrée par l'AMF certifie que, après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information, la proposition de l'initiateur de l'offre est conforme à la réglementation en vigueur.

➤ En parallèle, la société Albioma déposera auprès de l'AMF son propre projet de note d'information en réponse à l'offre. Cette note est mise également à la disposition du public. Elle est soumise à l'examen de l'AMF et contient notamment l'avis motivé du conseil d'administration de la société sur l'offre et, l'attestation d'équité de l'expert indépendant qu'elle a désigné et l'avis du Comité de Groupe (accompagné du rapport produit par l'expert qu'il aura désigné).

Un expert indépendant (le cabinet Ledouble) a été désigné par le Conseil d'Administration le 27 avril 2022 afin d'apprécier les conditions financières de l'offre.

➤ Une fois l'offre jugée conforme par l'AMF, l'OPA pourra être officiellement ouverte pour une durée de 25 jours, après réception par l'AMF des autorisations réglementaires françaises et espagnoles. Durant cette période, cette offre peut faire l'objet d'une réouverture par l'initiateur, d'une surenchère ou d'une contre-offre déposée par un tiers.

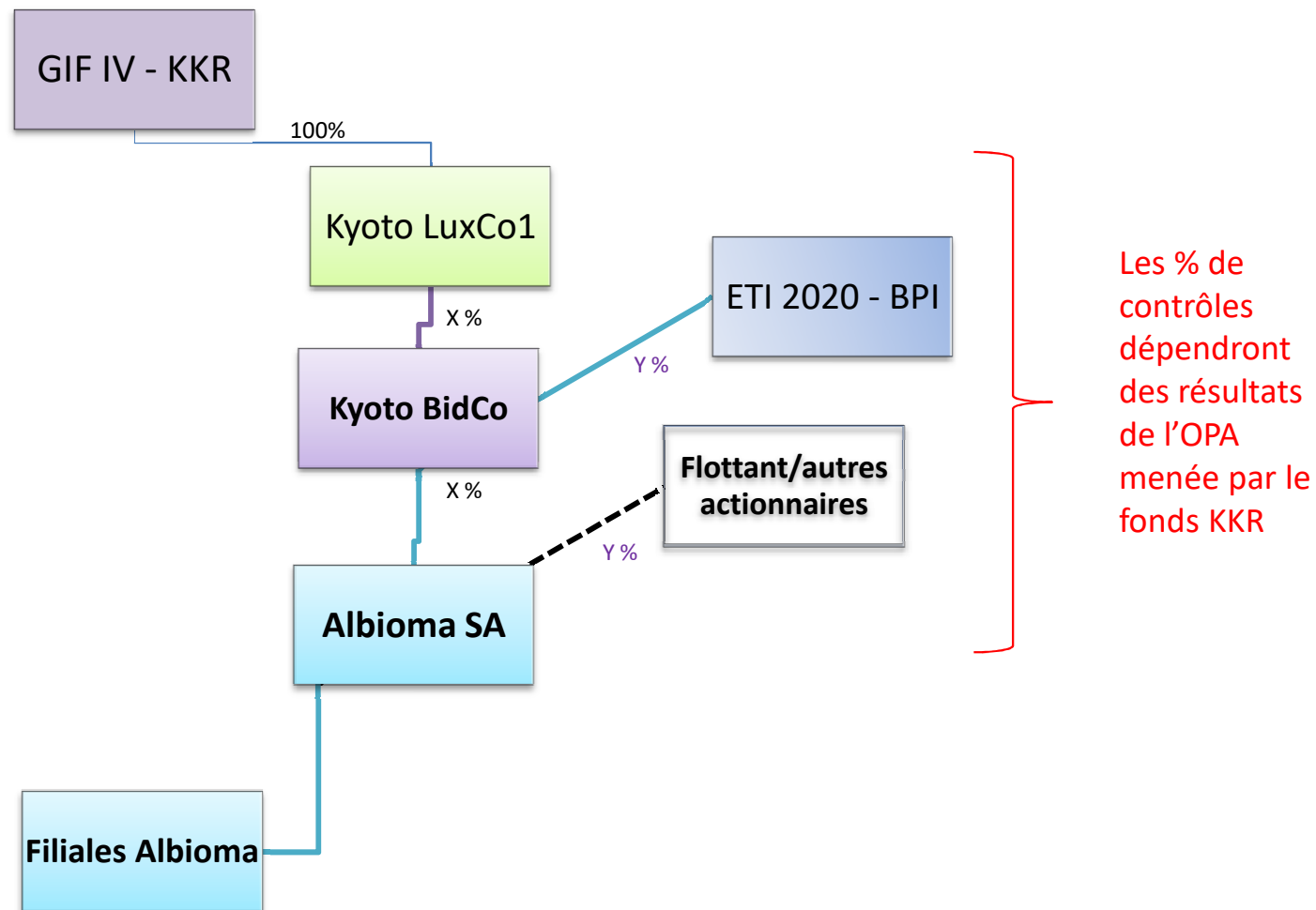
➤ A réception de l'autorisation de la Commission Européenne, l'AMF fixera la date de clôture de l'offre. A la clôture de l'offre, l'AMF publiera le résultat dans les 9 jours.

➤ En cas de succès de l'offre publique (>50,01% du capital et des droits de vote), l'offre sera ré-ouverte pendant 10 jours, dans les mêmes conditions (afin de permettre aux actionnaires qui n'ont pas souhaité apporter leurs titres à l'offre initiale de les apporter).

➤ Si à l'issue de la période d'offre, les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote, l'initiateur pourra mettre en œuvre un retrait obligatoire, obligeant les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre à le faire et Albioma ne sera alors plus une société cotée (dans le cas contraire, Albioma restera cotée).

Le retrait obligatoire doit être lancé dans les 3 mois qui suivent l'OPA et se traduit par la radiation des titres d'Albioma de la cote.

Organigramme envisagé post OPA



Impacts stratégiques et opérationnels

- ❑ Maintien des orientations stratégiques du Groupe à l'identique
- ❑ Maintien du plan MT 2022-2026 à l'identique, ainsi que des projets d'investissement, notamment en matière de conversion des actifs en biomasse

✓ KKR entend soutenir Albioma en accélérant sa croissance sur 2 axes de développement :

- ❖ Nouvelles technologies
 - Solaire
 - Géothermie
- ❖ Nouvelles zones géographiques

➡ Selon quelles modalités (apport en cash) ? KKR n'apporte aucun engagement concret sur ce point.

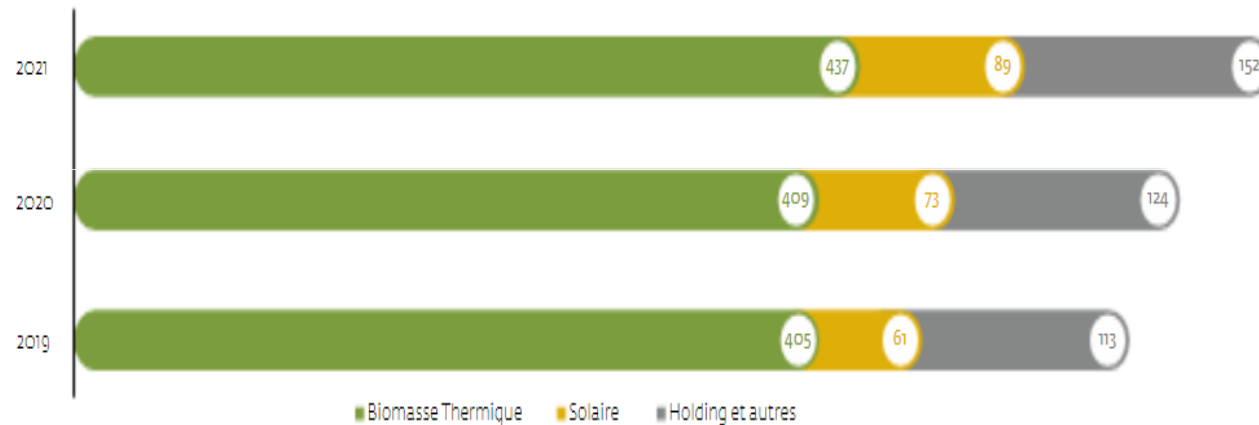
✓ KKR : logique d'investissement purement financière

- ❖ Aucun apport sur la plan stratégique, sur le projet industriel
- ❖ Aucun investissement en fonds propres dans Albioma
- ❖ Horizon de sortie : 7 à 10 ans, avec plus value grâce au travail du management Albioma et de ses salariés

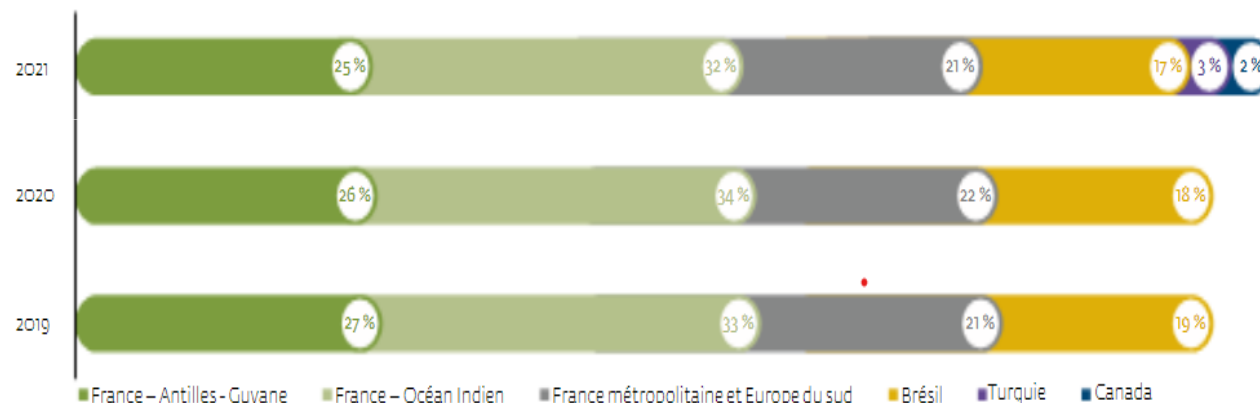
Impacts sociaux

Répartition des effectifs Albioma

Répartition des effectifs par secteur d'activité au 31 décembre



Répartition des effectifs par zone géographique au 31 décembre



✓ Albioma emploie 678 salariés au 31/12/2021 : +12%, dont une partie provient de l'intégration des salariés des entités turque et canadienne.

✓ L'activité Biomasse Thermique continue d'employer l'essentiel des salariés : 2/3 des effectifs du Groupe

✓ Amélioration des indicateurs sociaux, sauf le Turn over qui a progressé sur les 3 dernières années (hausse des démissions), passant de 10,6% à 13,8%.
Aucun mouvement de grève n'a été enregistré sur 2020 et 2021.

Un projet... sans impact social ?

- ☐ le projet n'aura aucun impact sur l'emploi : aucune réduction des effectifs, aucune modification dans l'organisation et les statuts collectifs
- ☐ Aucun impact sur la politique d'intéressement et sur la réserve spéciale de participation

- ✓ KKR inscrit son offre dans la continuité de l'activité de la société, mais pas d'engagement formalisé de maintien de l'emploi sur une durée ferme au-delà de 12 mois
- ✓ Maintien de la politique d'actionnariat du groupe : nouvelles modalités à définir ?
 - Quid des plans actuels car si le projet d'OPA devait aboutir, cela impactera ces programmes.
 - Quid de l'actionnariat salarié post OPA ?
KKR laisse entendre qu'il poursuivra la politique menée par Albioma dans ce domaine
A quel niveau ? Et selon quelles modalités ?

5- Des inquiétudes et menaces

.....Des inquiétudes et menaces ?

Sur la stratégie du Groupe

✓ Evolution du contexte économique et réglementaire

- Mise en œuvre de la taxonomie européenne
- Révision des tarifs à la baisse
Exple : solaire (mise en œuvre la loi de Finance 2021, impact -3 M€/an)

	Chiffre d'affaires absolu en millions d'euros	Part du chiffre d'affaires consolidé
A. Activités éligibles à la taxonomie		
Biomasse Thermique France	297,0	51,8 %
Solaire	49,1	8,6 %
Brésil	24,1	4,2 %
Géothermie	4,1	0,7 %
Chiffre d'affaires des activités éligibles à la taxonomie	374,2	65,3 %
B. Activité non éligibles à la taxonomie		
Chiffre d'affaires des activités non éligibles à la taxonomie	199,1	34,7 %
Total (A+B)	573,3	100 %

➤ Une part significative du CA (près de 35%) n'est pas à ce jour éligibles à la taxonomie verte européenne (CA issu de la production d'électricité à partir du charbon et du fioul)

➤ Activités non éligibles concernent uniquement le périmètre de l'Outre Mer français

➡ Risques potentiels d'accès au financement dans l'avenir

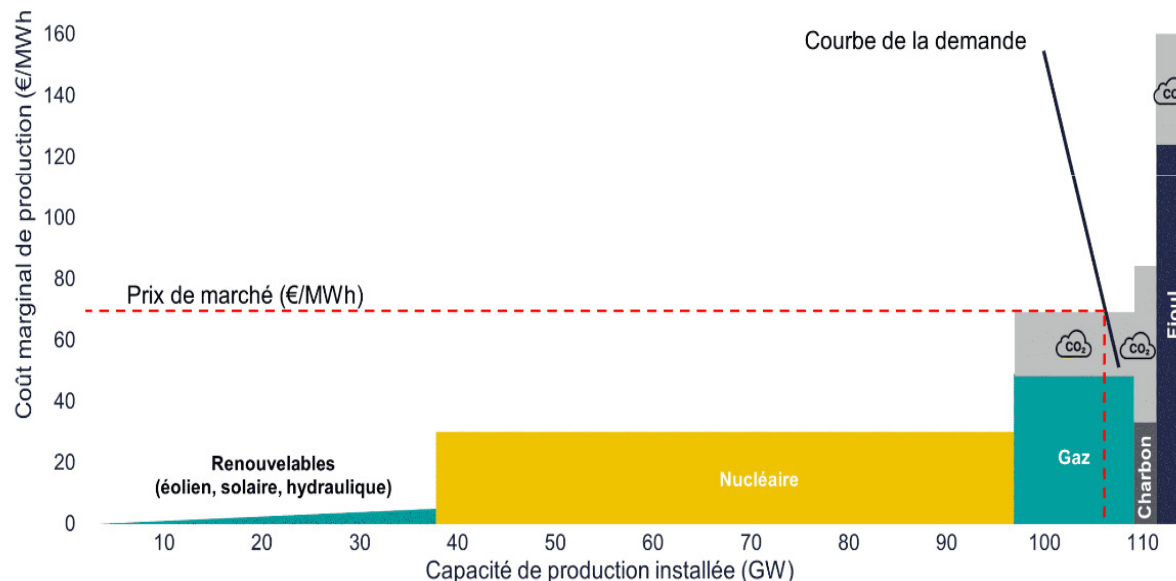
.....Des inquiétudes et menaces ?

➤ Inversion du « Merit Order » par EDF

L'électricité étant difficile à stocker, il faut à tout moment que l'offre du marché puisse correspondre à la demande. Pour répondre à cette demande, les unités de production sont sollicitées dans un ordre spécifique, dit « merit order ». Sur les marchés de gros de l'électricité, le prix du MWh varie en fonction des coûts marginaux de production. Les unités de production sont sollicitées par ordre de coûts marginaux croissants : c'est la logique du « merit order ».

Les premières unités de production à être appelées sont les énergies renouvelables, qui bénéficient de coûts marginaux beaucoup plus faibles et ont des unités de production peu coûteuses; viennent ensuite le nucléaire, les centrales thermiques à gaz, puis à charbon et au fioul.

L'ordre d'appel des unités de production varie également en grande partie selon le coût du CO₂ (et donc les émissions de CO₂ de chaque unité de production). S'ajoutant aux coûts marginaux de production, le coût du CO₂ augmente le prix d'une unité de production de charbon ou de fioul par exemple, alors qu'il n'affecte pas les énergies renouvelables. Avec le mécanisme du « merit order », les sources d'énergie moins polluantes ont par conséquent un avantage indéniable sur le marché de l'électricité. Ce système implique donc que le prix de l'électricité soit formé, en grande partie, par l'influence du prix du CO₂.



➤ Dès 2021, fortes baisses des taux d'appel à La Réunion (suite à la forte hausse du cours du charbon et du CO₂ en 2021), entraînant l'arrêt de l'unité ABR-2 à compter du 1^{er} août 2021.

➡ Situation durable contenu du contexte actuel

.....Des inquiétudes et menaces ?

CONFIDENTIEL

➤ L'hypothèse d'élaboration du plan MT semble avoir été établie sur la base des prix 2021

➤ Or, l'évolution du cours du charbon progresse sensiblement sur le 1^e semestre 2022, et ne devrait pas diminuer compte tenu de la situation géopolitique actuelle. Idem pour le prix du CO2



EDF risque de continuer à privilégier l'appel de ses propres moyens de production au fioul au dépens des centrales thermique Albioma, et entraîner une forte baisse des taux d'appel sur les mois à venir. Cela impactera sensiblement ces centrales.

.....Des inquiétudes et menaces ?

➤ **Positionnement d'EDF sur certains projets de développement Albioma**

EDF est de plus en plus réticent sur certains axes de développement du Groupe Albioma

- Conversion des centrales thermiques en biomasse : conversion des tranches 1 et 2 de la Centrale du Moule
- Centrale photovoltaïque à puissance garantie en Guyane

EDF a tendance à favoriser désormais la conversion de ses propres installations au biodiesel ou au bioéthanol.
Exple : Guadeloupe.

➡ Concurrence d'EDF sur la stratégie de conversion en biomasse du Groupe Albioma

➡ Retard ou modification sur le déploiement de cette stratégie à terme
Exple : Guadeloupe, proposition à EDF d'une turbine à combustion.

.....Des inquiétudes et menaces ?

➤ **Stratégie en Biomasse importée**

- Risque d'approvisionnement et/ou de retard

Ce risque semble couvert par le Groupe (stock, contrat à long terme, acquisition de l'usine La Granaudière, ...)

- Cette stratégie peut poser certaines problématiques au niveau écologique

 Risque d'image pour le Groupe

.....Des inquiétudes et menaces ?

Sur la stratégie KKR

- Menaces décrite ci-avant pourraient avoir des conséquences sur les décisions de KKR sur la stratégie du Groupe

L'investissement KKR dans Albioma poursuit une logique financière :

- Taux de rentabilité exigée : en moyenne 10%
- Plus value à la sortie du fonds

Quid si les targets KKR, ayant motivés ce rachat, n'étaient pas atteints ?

- Actif français qui passe sous le giron d'un fonds d'investissement américain

Les parts de marché Albioma dans la production d'électricité dans certains territoires d'Outre mer français (ex. : >40% à La Réunion) sont très importants. Ce qui peut générer des inquiétudes car ces « actifs » sont considérés comme « stratégique » dans ces territoires.

- Quid de la sortie KKR au terme de son investissement dans Albioma ?

Généralement, dans ses précédents investissements, KKR revend ses investissements à d'autres fonds d'investissement ou à des industriels soit globalement soit par « appartements ».

Qu'en sera-t-il pour Albioma ?

Quelles conséquences pour les salariés ?