

NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ DIRECT ÉNERGIE INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité de marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n° 18-325 en date du 24 juillet 2018 sur la présente note d'information en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Direct Énergie S.A. et engage la responsabilité de ses signataires.

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse (la « **Note en Réponse** ») est disponible sur le site internet de Direct Énergie (www.direct-energie.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de Direct Énergie, 2bis rue Louis Armand, 75015 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Direct Énergie 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 pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIÈRES

I.	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	3
II.	Contexte et caractéristiques de l'Offre	4
2.1.	Contexte de l'Offre	4
2.2.	Actions détenues par l'Initiateur.....	7
2.3.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	7
2.4.	Termes de l'Offre.....	7
2.5.	Modalités de l'Offre.....	9
2.6.	Situation des bénéficiaires de plans d'Options, des bénéficiaires d'Actions Gratuites et situation des BSA Quadran.....	12
2.7.	Mécanisme de liquidité	14
III.	Avis motivé du conseil d'administration de la société.....	15
IV.	Intentions des membres du conseil d'administration de la société	18
V.	Intentions de la Société relative aux Actions auto-détenues	18
VI.	Clauses d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	18
VII.	Éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	18
7.1	Structure et répartition du capital	18
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.....	19
7.3	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 depuis le 1er janvier 2018	20
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	21
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	21
7.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	21
7.7	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	22
7.8	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	25
7.9	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration de la Société 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	26
7.10	Événements exceptionnels et litiges.....	26
VIII.	Rapport de l'expert indépendant de l'article 261-1 du Règlement General de l'AMF.....	26
IX.	Modalités de mise à disposition des informations relatives a la Société.....	26
X.	Personnes qui assument la responsabilité de la note en réponse	130

I. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF, la société Total, société anonyme dont le siège social est situé 2 place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 051 180 (« **Total** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Direct Énergie, société anonyme dont le siège social est situé 2bis rue Louis Armand, 75015 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 442 395 448 (« **Direct Énergie** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004191674 (les « **Actions** ») d'acquérir la totalité des Actions qui ne sont pas détenues par l'Initiateur au prix de 42 euros par Action (l'« **Offre** ») dont les caractéristiques sont décrites de manière plus détaillée à la section 2 de la note d'information préparée par Total (la « **Note d'Information** ») et à la section 2.4 de la Note en Réponse.

L'Offre, qui fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 33 311 459 Actions représentant, sur la base des données au 30 juin 2018, environ 73,04% du capital et 71,16% des droits de vote de la Société, porte sur :

- (i) la totalité des 12 296 910 Actions d'ores et déjà émises non détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, à l'exception, d'une part, des 1 810 Actions auto-détenues par Direct Énergie et, d'autre part, des 717 065 Actions Indisponibles d'ores et déjà émises et détenues par les mandataires sociaux de la Société ou leurs holdings patrimoniales (les « **Holdings Patrimoniales** ») qui bénéficient, sous certaines conditions, des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse ; et
- (ii) les 1 044 348 Actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la date de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des 1 044 348 options de souscription d'Actions attribuées aux salariés et mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales en circulation au 30 juin 2018 (les « **Options** »), à l'exception des Actions Indisponibles susceptibles d'être émises par exercice des Options et détenues par les mandataires sociaux de la Société qui bénéficient, sous certaines conditions, des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse.

L'Offre ne porte pas sur les 1 309 712 bons de souscription d'actions émis le 31 octobre 2017 au profit de Lucia Holding, société par actions simplifiée dont le siège social est situé Chemin de Maussac, Domaine de Patau 34420 Villeneuve-les-Béziers immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 531 330 389 (les « **BSA Quadran** ») qui, en application de leurs termes et conditions, sont incessibles, ni sur les Actions qui seraient susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSA Quadran¹, aucun BSA Quadran ne pouvant être exercé avant la clôture de l'Offre (conformément aux conditions d'émission applicables).

L'Offre sera réalisée conformément à la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de 37 jours de négociation.

¹ Conformément à leurs termes et conditions, les BSA Quadran ne permettront à son titulaire que de souscrire un nombre maximum de 1 196 807 actions Direct Énergie.

II. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Contexte de l'Offre

2.1.1. L'Acquisition des Blocs

L'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur des seuils de 30% et de 50% du capital social et des droits de vote de la Société, intervenue dans le cadre de l'acquisition par l'Initiateur, le 6 juillet 2018, de 33 311 459 actions et droits de vote de la Société (représentant, sur la base des données au 30 juin 2018, environ 73,04% du capital et 71,16% des droits de vote de la Société) par voie d'acquisition de blocs hors marché (l'« **Acquisition des Blocs** ») auprès des personnes suivantes :

- 15 000 000 actions auprès de la société Impala, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 4 rue Euler, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 562 004 614 (« **Impala** ») ;
- 8 307 826 actions auprès de la société AMS Industries, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 41 avenue George V, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 447 948 076 (« **AMS** ») ;
- 2 474 544 actions auprès de la société Lov Group Invest, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 5 rue François Ier, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 494 031 008 (« **LGI** ») ;
- 2 067 870 actions auprès de la société EBM Trirhena, société de droit Suisse dont le siège social est situé 27 Weidenstrasse 4142 Münchenstein, Suisse, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bâle sous le numéro CHE – 109.336.300 (« **EBM** ») ;
- 375 368 actions auprès de Monsieur Xavier Caïtucoli, né le 30 novembre 1970 à Paris (75014) et résidant 88 rue Michel Ange, Paris (75016), occupant les fonctions de président directeur général de la Société ;
- 373 246 actions auprès de la société Crescendix, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 36 rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 752 446 815 (« **Crescendix** ») ;
- 419 854 actions auprès de la société Crescendissimo, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 36 rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 839 754 009 ;
- 4 292 751 actions auprès de la société Luxempart, société anonyme dont le siège social est situé 12 rue Léon Laval, L-3372 Leudelange, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 27.846 (« **Luxempart** »),

(ensemble les « **Cédants** » et individuellement, un « **Cédant** »)

L'Acquisition des Blocs est intervenue le 6 juillet 2018 (la « **Date de Réalisation** ») en application d'un contrat de cession d'Actions conclu le 17 avril 2018 entre Total et les Cédants, modifié par avenant en date 22 juin 2018 (le « **Contrat d'Acquisition** ») dont la mise en œuvre était soumise à la réalisation de conditions suspensives suivantes :

- (i) l'obtention de l'autorisation de l'Acquisition des Blocs par la Commission Européenne ;
- (ii) l'émission d'un avis motivé favorable du conseil d'administration de la Société sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés sur le fondement de l'article 231-17 du règlement général de l'AMF ; et
- (iii) l'obtention par chaque Cédant de la mainlevée de l'ensemble des sûretés portant sur les Actions qu'il détenait.

Il est précisé que la Commission Européenne a approuvé la réalisation de l'Acquisition des Blocs par une décision en date du 3 juillet 2018.

Dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, les Actions des Cédants ont été acquises par Total à un prix de 42 euros par Action.

Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Cédants bénéficient en outre d'un droit de suite dans l'hypothèse où, avant le 6 juillet 2019, Total (ou l'une de ses filiales), agissant seul(s) ou de concert, venait à acquérir des Actions (en bourse ou hors bourse) à un prix unitaire supérieur au prix de 42 euros par Action (une « **Transaction Ulérieure** »). En cas de Transaction Ulérieure, Total s'est engagé à verser à chaque Actionnaire Cédant un montant égal à (A) la différence positive entre (x) le prix par action offert dans le cadre de la Transaction Ulérieure et (y) 42 euros, multipliée par (B) le nombre d'Actions transférées par l'Actionnaire Cédant concerné à Total (un « **Complément de Prix** »). Il est toutefois précisé que l'acquisition d'Actions dans le cadre des contrats de liquidité détaillés à la section 2.7 ne sera pas considérée comme une Transaction Ulérieure, et ne pourra donc donner lieu au paiement d'un quelconque Complément de Prix.

2.1.2. L'Accord de Rapprochement

Parallèlement aux négociations relatives à l'Acquisition des Blocs, Total et Direct Énergie ont engagé des discussions afin d'évaluer l'intérêt stratégique d'un rapprochement et en préciser les modalités. À l'issue de ces discussions, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 17 avril 2018 afin d'être informé des termes de la transaction. Ce conseil d'administration :

- (i) a accueilli favorablement la transaction et a confirmé l'intérêt stratégique de celle-ci du fait de la complémentarité des activités des deux groupes dans le domaine de la fourniture et de la génération d'électricité, notamment dans le domaine des énergies renouvelables ;
- (ii) a décidé d'initier le processus d'information et de consultation des instances représentatives du personnel sur le projet de rapprochement de la Société avec Total, conformément aux dispositions du Code du travail applicables ;
- (iii) s'est engagé à recommander à ses actionnaires d'apporter leurs Actions à l'Offre sous réserve d'une confirmation de son caractère équitable par l'Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-après) (l'« **Avis Favorable** ») ;
- (iv) a approuvé la conclusion d'un protocole d'accord ayant notamment pour objet d'organiser les modalités et les conditions de la coopération de Total et Direct Énergie dans le cadre du rapprochement (l'« **Accord de Rapprochement** ») ainsi que les opérations qui y sont visées ; et
- (v) a nommé le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») appelé à se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre conformément à la réglementation boursière.

L'Accord de Rapprochement a été conclu le 17 avril 2018 entre Total et Direct Énergie et a fait l'objet d'un avenant en date du 22 juin 2018. Il détaille les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur et la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre et notamment :

- (i) les principaux termes et conditions de l'Offre ;
- (ii) l'engagement de Total à ce qu'une banque présentatrice de son choix dépose l'Offre au plus tard le 3^{ème} jour de bourse suivant la Date de Réalisation ;
- (iii) l'engagement de Direct Énergie de déposer, simultanément au dépôt par Total de l'Offre auprès de l'AMF, le projet de note en réponse de la Société comprenant l'Avis Favorable, le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis des instances représentatives du personnel ;
- (iv) l'engagement de Direct Énergie (i) de modifier les termes et conditions des Options afin de permettre aux titulaires de ces Options de les exercer à compter de la Date de Réalisation, (ii) de ne procéder à aucune modification ou ajustement du nombre d'Options et (iii) de ne pas attribuer d'actions gratuites ou d'autres options de souscription ou d'achat d'actions entre le 17 avril 2018 et la Date de Réalisation ;
- (v) l'engagement de Direct Énergie de gestion dans le cours normal des affaires jusqu'à la Date de Réalisation ;
- (vi) l'engagement de Direct Énergie de ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues qu'elle détient ;
- (vii) l'engagement de Direct Énergie et de Total de collaborer dans le cadre notamment (i) du processus d'information et de consultation des instances représentatives du personnel de la Société, (ii) des relations avec l'Expert Indépendant, (iii) de la préparation des documents relatifs à l'Offre (iv) des relations avec l'AMF, (v) du refinancement de la dette de la Société, (vi) de la gestion des clauses de changement de contrôle, d'exclusivité et de non-concurrence contenues dans certains contrats conclus par la Société et/ou ses filiales et qui seraient déclenchées par l'Acquisition des Blocs ou l'Offre, (vii) de la communication relative à l'Offre et (viii) de l'obtention des autorisations concurrence auprès de la Commission Européenne.

Conformément à l'Accord de Rapprochement, un conseil d'administration s'est tenu le 5 juillet 2018 afin de constater, avec effet à la Date de Réalisation :

- la démission des membres du conseil d'administration (en ce compris les censeurs) suivants :
 - (i) Madame Monique Roosmale Nepveu, administratrice, (ii) Impala, représentée par Madame Stéphanie Levan, administratrice, (iii) AMS, représentée par Madame Sybille de Richecour-Falguière, administratrice, (iv) Luxempart, représentée par Monsieur Jacquot Schwertzer, administrateur, (v) Monsieur Jean-Paul Bize, administrateur, (vi) Monsieur Jacques Veyrat, censeur, (vii) Luxempart Management S.A.R.L, représentée par Monsieur Alain Huberty, censeur et (viii) Monsieur Jean-Jacques Laurent, censeur ; et
- la nomination, par cooptation, des membres du conseil d'administration suivants : (i) Monsieur Philippe Sauquet, (ii) Madame Namita Shah, (iii) Madame Helle Kristoffersen, (iv) Madame Cécile Arson et (v) Monsieur Jean-Hugues de Lamaze

2.2. Actions détenues par l'Initiateur

La Note d'Information précise que l'Initiateur ne détenait, avant la réalisation de l'Acquisition des Blocs, soit le 6 juillet 2018, directement ou indirectement, seul ou de concert, aucune Action.

À la date de la Note en Réponse, Total détient, à la connaissance de la Société, 33 311 459 actions et droits de vote de la Société, représentant environ 73,04% du capital social et 71,16% des droits de vote de la Société².

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

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004191674 (mnémonique DIREN).

Au 30 juin 2018, le nombre total d'Actions existantes est de 45 608 369, représentant 73 202 536 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre qui fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 33 311 459 Actions porte sur :

- (i) la totalité des 12 296 910 Actions d'ores et déjà émises non détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, à l'exception, d'une part, des 1 810 Actions auto-détenues par Direct Énergie et, d'autre part, des 717 065 Actions Indisponibles d'ores et déjà émises et détenues par les mandataires sociaux de la Société ou leurs Holdings Patrimoniales qui bénéficient, sous certaines conditions, des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse ; et
- (ii) les 1 044 348 Actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la date de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des Options, à l'exception des Actions Indisponibles susceptibles d'être émises par exercice des Options et détenues par les mandataires sociaux de la Société qui bénéficient, sous certaines conditions, des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse.

L'Offre ne porte pas sur les 1 309 712 BSA Quadran qui, en application de leurs termes et conditions, sont incessibles, ni sur les Actions qui seraient susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSA Quadran³, aucun BSA Quadran ne pouvant être exercé avant la clôture de l'Offre (conformément aux conditions d'émission applicables).

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Options et les BSA Quadran.

2.4. Termes de l'Offre

(i) Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Total s'engage irrévocablement à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs Actions à l'Offre en contrepartie d'un somme en numéraire de 42 euros par Action.

(ii) Ajustement des termes de l'Offre

² Sur la base du nombre d'actions et de droits de vote au 30 juin 2018.

³ Conformément à leurs termes et conditions, les BSA Quadran ne permettront à son titulaire que de souscrire un nombre maximum de 1 196 807 actions Direct Énergie.

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre (à l'exception du dividende de 0,35 euro voté par l'assemblée générale de la Société du 29 mai 2018, détaché le 1^{er} juin 2018 et mis en paiement le 5 juin 2018) donnera lieu à une réduction, à l'euro l'euro, du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre.

Dans l'hypothèse d'une Transaction Ulérieure entraînant le paiement d'un Complément de Prix au profit des Actionnaires Cédants en application du Contrat d'Acquisition (voir la section 2.1.1 de la Note en Réponse), l'Initiateur s'engage, dans les conditions décrites ci-après, à verser le Complément de Prix en question à chaque actionnaire ayant apporté ses Actions dans le cadre de l'Offre selon la Procédure Centralisée (telle que décrite et définie à la section 2.5.1 de la Note en Réponse).

Les actionnaires apportant leurs Actions dans le cadre de la Procédure Non-Centralisée (telle que décrite et définie à la section 2.5.1 de la Note en Réponse) ne seront pas éligibles au paiement éventuel du Complément de Prix.

Ce Complément de Prix sera également payé, le cas échéant, aux actionnaires dont les Actions ont été transférées à Total dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire mise en œuvre conformément à la section 1.2.7.1 de la Note d'Information.

(iii) Autorisations au titre du contrôle des concentrations

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une quelconque autorisation au titre du contrôle des concentrations.

Toutefois, l'Acquisition des Blocs a nécessité l'obtention d'une autorisation auprès de la Commission Européenne, autorité compétente pour l'examen et l'approbation de l'Acquisition des Blocs au titre du contrôle des concentrations.

(iv) Seuil de caducité

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'Actions pour qu'elle ait une suite positive.

(v) Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

- *Retrait Obligatoire*

La Note d'Information indique que dans les conditions prévues à l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financiers et aux articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, Total a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions auto-détenues par la Société et/ou des Actions Indisponibles faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse) moyennant une indemnisation de 42 euros par Action égale au prix de l'Offre.

La Note d'Information indique que dans les conditions prévues aux articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, si les conditions sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qui ne seraient pas encore détenues directement ou

indirectement par Total (autres que les Actions auto-détenues par la Société et/ou des Actions Indisponibles faisant l'objet des mécanismes de liquidité décrits à la section 2.7 de la Note en Réponse) conformément aux articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

- *Radiation d'Euronext Paris*

La Note d'Information indique que dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris.

La procédure de radiation d'Euronext Paris est décrite à la section 1.2.7.2 de la Note d'Information.

2.5. Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de 37 jours de négociation, soit du 26 juillet 2018 au 14 septembre 2018 inclus.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.10 de la Note d'information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque et Société Générale, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 6 juillet 2018. Il est précisé que seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.5.1. Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété.

Les actionnaires de Direct Énergie dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire financier et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les actionnaires de Direct Énergie sont invités à vérifier auprès de leur intermédiaire financier s'il existe une date limite particulière pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre.

Les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci pour les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des Actions apportées à l'Offre.

Aucune commission ne sera versée par Total aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de Direct Énergie apporteront leurs actions à l'Offre.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre peuvent le faire selon l'une des deux procédures suivantes, conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF :

- une procédure non-centralisée (la « **Procédure Non-Centralisée** ») : les actionnaires peuvent céder leurs Actions sur le marché, auquel cas le règlement-livraison des Actions cédées interviendra le 2ème jour de négociation suivant l'exécution des ordres. Société Générale, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre. Les actionnaires optant pour cette procédure ne seront pas éligibles au paiement éventuel du Complément de Prix mentionné à la section 2.4 ;
- une procédure centralisée (la « **Procédure Centralisée** ») : les actionnaires peuvent céder leurs Actions dans la Procédure Centralisée par Euronext Paris, auquel cas le règlement-livraison des Actions cédées interviendra à l'issue de la procédure de centralisation, après le dernier jour d'ouverture de l'Offre. **Les actionnaires optant pour cette procédure (et eux seuls) seront éligibles au paiement éventuel du Complément de Prix mentionné à la section 2.4.**

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables.

2.5.2. Centralisation des ordres transmis dans le cadre de la Procédure Centralisée

La Note d'Information indique que la centralisation des ordres d'apport transmis dans le cadre de la Procédure Centralisée sera réalisée par Euronext Paris. Chacun des intermédiaires financiers teneur de compte devra, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils auront reçu un ordre d'apport transmis dans le cadre de la Procédure Centralisée. Après réception par Euronext Paris de l'ensemble de ces ordres d'apport, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et en communiquera le résultat à l'AMF.

2.5.3. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison dans le cadre de la Procédure Centralisée

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

A la date de règlement-livraison de la Procédure Centralisée, l'Initiateur créditera Euronext paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. À cette date, les Actions apportées à la Procédure Centralisée et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement en espèces aux intermédiaires financiers à compter de la date de règlement-livraison.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

2.5.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

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. Par conséquent, les actionnaires de la Société situés hors de France ne pourront valablement apporter leurs Actions à l'Offre que dans la mesure où le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du projet de note d'information, de la Note d'Information, de l'Offre et de l'acceptation de l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information doivent se tenir informées des restrictions légales 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 certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

En particulier, en plus de la France, 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 et sera soumise aux exemptions prévues par le règlement 14D ainsi qu'à certaines dispositions du règlement 14E prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 et au droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles d'information et de procédures, y compris celles relatives au calendrier de l'Offre, au règlement-livraison, au retrait, à la renonciation aux conditions et aux dates de paiement, qui sont différentes des règles américaines relatives aux offres publiques.

Le paiement du prix de l'Offre aux actionnaires américains de Direct Énergie pourrait être une opération soumise à l'impôt y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de Direct Énergie 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 Direct Énergie de faire valoir les droits dont ils disposent conformément au droit boursier fédéral américain, Total et Direct Énergie étant des sociétés ayant leurs sièges respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de Direct Énergie 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 boursier américain. 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.

Dans la mesure permise par les lois et règlements applicables, y compris la règle 14e-5 de la Loi de 1934 et conformément aux pratiques habituelles en France, Total et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de Total ou de ses affiliés, le cas échéant) ainsi que Direct Énergie et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de Direct Énergie ou de ses affiliés, le cas échéant) peuvent, avant ou après la date de la Note d'Information, directement ou indirectement, acheter ou prendre les dispositions nécessaires afin d'acheter des Actions en dehors de l'Offre. Ces achats peuvent être effectués sur le marché au prix en vigueur ou dans le cadre de transactions hors marché à un prix négocié. Ces achats ne seront en aucun cas conclus à un prix par Action supérieur au prix prévu dans le cadre de l'Offre. Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France, elles seraient également rendues publiques par voie de communiqué de presse ou tout autre moyen permettant d'informer les actionnaires américains de Direct Énergie, ainsi que sur le site de Total à l'adresse suivante : www.total.com. Aucun achat en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de Total, Direct Énergie ou leurs affiliés respectifs aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de Total et de Direct Énergie peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres Direct Énergie, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

La Note d'Information n'a été ni déposée ni examinée par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans la Note d'Information. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

2.6. Situation des bénéficiaires de plans d'Options, des bénéficiaires d'Actions Gratuites et situation des BSA Quadran

2.6.1. Situation des bénéficiaires de plans d'Options

Au 30 juin 2018, 1 044 348 Options consenties dans le cadre (i) du plan Poweo 1 du 18 juillet 2008, (ii) du plan Poweo 2 du 10 septembre 2008, (iii) du plan OSA 1 du 20 décembre 2012, (iv) du plan OSA 2 du 16 juillet 2014, (v) du plan OSA 4 du 10 décembre 2014, (vi) du plan OSA 5 du 2 juin 2015, (vii) du plan OSA 6 du 14 décembre 2015, (viii) du plan OSA 7 du 13 décembre 2016 et (x) du plan OSA 8 du 20 avril 2017, sont en vigueur.

Chaque Option donne droit à une Action.

Conformément à l'Accord de Rapprochement, le conseil d'administration du 29 juin 2018 a modifié les termes et conditions des plans OSA 6, OSA 7 et OSA 8 afin de permettre l'exercice de l'ensemble des Options consenties dans le cadre de ces plans à compter de la réalisation de l'Acquisition des Blocs. En conséquence, à la date de la Note en Réponse, l'ensemble des Options en vigueur sont exerçables.

Les titulaires des Options pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de leurs Options pour autant que les Actions résultant de cet exercice soient cessibles en application desdits plans d'Options et de la réglementation en vigueur.

Il est précisé que conformément aux dispositions de l'article L. 225-185 du Code de commerce, le Conseil d'Administration a décidé de fixer à 10% la quote-part des Actions détenues par les mandataires sociaux de la Société issues de l'exercice de leurs Options devant être mises au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions (les « **Actions Sous-Jacentes Indisponibles** »).

En conséquence, les Actions issues de l'exercice des Options pourront être apportées à l'Offre, à l'exception d'un nombre de 120 447 Actions Sous-Jacentes Indisponibles d'ores et déjà émises ou qui seront émises sur exercice des Options correspondantes⁴.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options à la date du 30 juin 2018 :

Nom du plan	Option existantes	Prix d'exercice	Début de plan	Fin de plan
OSA 8	40 000	37,00 €	20/04/2017	19/04/2024
OSA 7	318 006	34,00 €	13/12/2016	12/12/2023
OSA 6	191 615	19,00 €	14/12/2015	13/12/2022

⁴ Réparties comme suit au 30 juin 2018 : (i) 97 447 Actions Sous-Jacentes Indisponibles d'ores et déjà émises, dont 41 708 Actions Sous-Jacentes Indisponibles détenues par Monsieur Xavier Caitucoli, 37 031 Actions Sous-Jacentes Indisponibles détenues par Monsieur Fabien Choné et 18 708 Actions Sous-Jacentes Indisponibles détenues par Monsieur Sébastien Loux et (ii) 23 000 Actions Sous-Jacentes Indisponibles qui seront émises sur exercice des 230 000 Options (90 000 attribuées dans le cadre du plan OSA 4 et 140 000 attribuées dans le cadre du plan OSA 5) détenues par Monsieur Sébastien Loux.

Nom du plan	Option existantes	Prix d'exercice	Début de plan	Fin de plan
OSA 5	140 000	13,40 €	02/06/2015	01/06/2022
OSA 4	90 000	12,00 €	10/12/2014	09/12/2021
OSA 2	115 360	9,00 €	16/07/2014	15/07/2021
OSA 1	60 992	4,77 €	20/12/2012	19/12/2019
Plan Poweo 2	25 250	26,50 €	10/09/2008	09/09/2018
Plan Poweo 1	63 125	26,50 €	18/07/2008	17/07/2018
TOTAL	1 044 348	–	–	–

2.6.2. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

La Société a mis en place, le 20 décembre 2012, un plan d'attribution gratuite d'Actions permettant l'attribution de 711 000 Actions au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société (les « **Actions Gratuites** »).

Les Actions Gratuites ont été définitivement acquises par leurs bénéficiaires le 20 décembre 2014. Les titulaires des Actions Gratuites étaient soumis à une période de conservation de deux ans à compter de leur acquisition définitive. Cette période de conservation est arrivée à son terme le 20 décembre 2016.

Néanmoins, conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 II du Code de commerce, le Conseil d'Administration a décidé de fixer à 20% la quote-part d'Actions Gratuites attribuées aux mandataires sociaux de la Société devant être mise au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

En conséquence, l'ensemble des Actions Gratuites pourront être apportées à l'Offre à l'exception d'un nombre de 122 200 Actions Gratuites (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »)⁵.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites Indisponibles bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (tel que décrit à la section 2.7 de la Note en Réponse).

2.6.3. Actions susceptibles d'être émises sur exercice des BSA Quadran

Le 31 octobre 2017, 1 309 712 BSA Quadran ont été émis au profit de Lucia Holding dans le cadre de l'acquisition par Direct Énergie de la société Quadran, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège est sis chemin de Patau Domaine de Patau, 34420 Villeneuve-les-Béziers, France, immatriculée sous le numéro 434 836 276 RCS Béziers (« **Quadran** »).

Chaque BSA Quadran permet de souscrire à une action ordinaire de la Société, à un prix de 49,205 euros, sous réserve de l'atteinte de certains objectifs, notamment liés au rythme de mise en service des parcs à venir d'ici deux prochaines échéances (fixées au 31 décembre 2018 et 15 juin 2019), pour un montant correspondant au complément de prix lié à l'acquisition. Lors de l'exercice d'un BSA Quadran, le prix d'exercice sera intégralement et exclusivement libéré par compensation avec les sommes dues par la Société au titre du complément de prix.

⁵ Réparties comme suit au 30 juin 2018 : (i) 56 100 Actions Gratuites Indisponibles détenues par Monsieur Xavier Caïtucoli, (ii) 56 100 Actions Gratuites Indisponibles détenues par Monsieur Fabien Choné, et (iii) 10 000 Actions Gratuites Indisponibles détenues par Monsieur Sébastien Loux

Compte tenu du montant maximum de complément de prix susceptible d'être dû par Direct Énergie dans le cadre de l'acquisition de Quadran, les BSA Quadran permettront de souscrire un nombre maximum de 1 196 807 Actions (112 905 BSA Quadran émis n'étant pas exerçables conformément aux termes et conditions applicables). Toutefois, l'Offre ne porte pas sur ces Actions dans la mesure où, en vertu de leurs conditions d'émission, les BSA Quadran ne peuvent être exercés avant la clôture de l'Offre.

2.7. Mécanisme de liquidité

Les Actions Gratuites Indisponibles, les Actions Sous-Jacentes Indisponibles et les Actions Indisponibles détenues par les Holdings Patrimoniales⁶ sont désignées les « **Actions Indisponibles** ».

Dans le cadre de l'Acquisition des Blocs et conformément à l'Accord de Rapprochement, Total a conclu le 17 avril 2018 des contrats de liquidité avec les titulaires d'Actions Indisponibles qui ne pourront pas les apporter à l'Offre prévoyant notamment, sous certaines conditions (i) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de céder la totalité de ses Actions Indisponibles (la « **Promesse de Vente** »), et (ii) l'engagement ferme et irrévocable de Total de les acquérir (la « **Promesse d'Achat** ») à compter de leur Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-après) ou des dates spécifiquement prévues dans les accords. La Promesse de Vente et la Promesse d'Achat étant ci-après collectivement dénommées les « **Promesses** » et individuellement une « **Promesse** ».

Ces Promesses ne pourront être exercées qu'en cas de situation de liquidité insuffisante des Actions concernées⁷.

Pour chaque Action Gratuite Indisponible ou Action Sous-Jacente Indisponible, la Promesse d'Achat pourra être exercée par le titulaire concerné à compter du jour où l'Action concernée deviendra cessible au résultat de la cessation de ses fonctions de mandataire social de la Société ou tout autre cause que ce soit⁸ (la « **Date de Disponibilité** »). La Promesse d'Achat sera exerçable pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la Date de Disponibilité (la « **Période d'Exercice de la Promesse d'Achat** »). La Promesse de Vente sera exerçable par Total pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat, uniquement si le titulaire concerné n'a pas exercé la Promesse d'Achat à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

Pour les Actions Indisponibles détenues par les Holdings Patrimoniales, (i) la Promesse de Vente pourra être exercée par Total pendant une période de 60 jours calendaires à compter du 13 octobre 2018 et (ii) la Promesse d'Achat pourra être exercée par la Holding concernée pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date d'expiration de la période d'exercice de la Promesse de Vente, uniquement si Total n'a pas exercé la Promesse de Vente à l'issue de la période d'exercice de la Promesse de Vente.

⁶ L'indisponibilité des Actions détenues par les Holding Patrimoniales (en l'occurrence, Crescendix uniquement) est liée à l'attente de l'expiration, au 13 octobre 2018, d'un délai de détention de nature fiscale.

⁷ Une situation de liquidité insuffisante sera caractérisée (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une radiation des actions, ou (ii) si le volume moyen d'actions de la Société échangé au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date d'exercice de la promesse est inférieur à 0,04% du capital.

⁸ Dans le cas où les dispositions légales applicables viendraient rendre ces actions disponibles dans un cas autre que la cessation de leurs fonctions.

En cas d'exercice d'une Promesse relative aux Actions Indisponibles détenues par les Holdings Patrimoniales, le prix d'achat correspondra au prix de l'Offre. En cas d'exercice d'une Promesse relative aux autres Actions Indisponibles, le prix d'achat correspondra au prix de l'Offre si ladite Promesse est exercée avant le 17 avril 2019, et au prix de l'Offre indexé sur l'évolution du cours de l'action Total si ladite Promesse est exercée après le 17 avril 2019.

III. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 5 juillet 2018, sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société afin de rendre un avis motivé sur l'Offre.

L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent physiquement ou par visioconférence. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Xavier Caïtucoli, en sa qualité de président du conseil d'administration.

La délibération du conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous.

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat initiée par Total, une société anonyme dont le siège social est situé 2 place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 051 180 (« **Total** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Direct Énergie non détenues par Total à la date de dépôt du projet d'offre à un prix de 42€ par action (l'« **Offre** »).*

*Le Président rappelle que l'Offre s'inscrit dans le cadre et à la suite de la signature d'un contrat de cession et d'acquisition, modifié par un avenant en date du 22 juin 2018, (le « **Contrat de Cession** ») portant sur plusieurs blocs d'actions représentant, à la date de signature, 74,11% du capital de la Société (l'« **Acquisition des Blocs** »). La réalisation de cette Acquisition de Blocs par Total emportera obligation pour Total de déposer l'Offre en application des articles 234-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »).*

Le Président précise que la réalisation de l'Acquisition de Blocs est soumise à la levée des conditions suspensives prévues au Contrat de Cession, et notamment à l'obtention des autorisations des autorités de la concurrence compétentes et l'émission par le Conseil d'administration d'un avis motivé, fondé notamment sur le rapport de l'expert indépendant, recommandant l'Offre. Le Président indique que l'autorisation de la Commission européenne a été obtenue le 3 juillet 2018. La condition suspensive liée aux autorisations des autorités de la concurrence a donc été levée.

Le Président rappelle que le Conseil d'administration a décidé de désigner le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre et du retrait obligatoire conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Le Président rappelle qu'après avoir débattu du projet de cession convenu au titre du Contrat de Cession et de l'Offre lors de la réunion du 17 avril 2018, le Conseil d'administration avait accueilli favorablement ce projet d'Acquisition de Blocs et d'Offre et s'était engagé à recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre sous réserve d'une confirmation du caractère équitable de l'Offre par l'expert indépendant.

Le Président rappelle enfin qu'aux termes du protocole de rapprochement conclu le 17 avril 2018 entre la Société et Total, Direct Énergie s'est engagée à ne pas apporter les actions auto-détenues soit, à la date des présentes, 1 810 actions Direct Énergie.

Le Président indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci sur la Société, ses actionnaires et ses salariés. Il propose au Conseil d'administration de prendre connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre, à savoir :

- l'avis favorable du comité d'entreprise en date du 22 mai 2018 ;*
- le rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant, en date du 5 juillet 2018 ;*
- le projet de note d'information préparé par Total, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre, les intentions de Total au cours des 12 prochains mois, avec les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établie par Lazard Frères Banque et Société Générale ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre ;*
- le projet de note en réponse établi par la Société ; et*
- le projet de note d'information relative aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptable de la Société.*

• **Avis du comité d'entreprise de la Société**

Le Président indique au Conseil d'administration que plusieurs réunions du comité d'entreprise de la Société se sont tenues depuis l'annonce du projet d'Offre par Total, dans le cadre de la procédure d'information-consultation relative à ce projet.

Le Président présente au Conseil d'administration l'extrait du procès-verbal de la réunion du comité d'entreprise qui s'est tenue le 22 mai 2018, au cours de laquelle le comité d'entreprise de la Société a rendu, à l'unanimité, un avis favorable sur l'Offre.

• **Analyse de l'Offre**

Après avoir pris connaissance des documents ci-dessus et des éléments complémentaires qui lui ont été présentés, le Conseil d'administration constate que :

- l'Initiateur détiendrait seul 33 311 459 actions de la Société représentant environ 73,04% du capital et 71,16% des droits de vote de la Société ;*
- l'Initiateur a annoncé son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où les actions non-apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la société et/ou les actions indisponibles faisant l'objet des mécanismes de liquidité) ne représentaient pas plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société (ou tout autre pourcentage qui deviendrait applicable postérieurement à la date du projet de note d'information) ;*
- le prix de 42€ par action coupon de 0,35€ détaché (soit 42,35€ coupon attaché) fait ressortir une prime de 31,70% par rapport au cours de clôture le 17 avril 2018 (31.90€), une prime de 14,40% sur une moyenne de six mois (36,70€) et une prime de 3,20% sur une moyenne d'une année (40,70€) pondérées par les volumes ;*

- *le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans l'appréciation du prix de l'Offre préparée par Lazard Frères Banque et Société Générale et reproduite à la section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur ;*
- *l'Offre représente une opportunité pour ceux des actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre de bénéficier d'une liquidité dans des conditions de prix favorables.*

Le Conseil d'administration relève par ailleurs que les intentions de l'Initiateur pour les 12 prochains mois, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information, sont notamment les suivantes :

- *en matière de stratégie, l'Initiateur entend poursuivre le développement des activités de Direct Énergie en lui apportant les moyens nécessaires à cet objectif, la volonté de Total étant de s'appuyer sur les éléments qui ont historiquement contribué au succès de Direct Énergie et de les combiner à son expertise afin de devenir un acteur de premier plan de la génération et de la distribution d'électricité ;*
- *en matière de synergies, l'Initiateur indique qu'aucune évaluation précise n'a été réalisée à ce jour, ni pour les économies de déploiement, ni pour les synergies opérationnelles, mais qu'un objectif notionnel de 35 à 40 millions d'euros par an (pré-impôts, post 2019), soit 250 à 300 millions d'euros cumulés à 10 ans, a été évoqué à titre illustratif ;*
- *en matière d'emploi, l'Initiateur indique dans le Projet de Note d'Information que l'acquisition du contrôle de la Société par Total s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines ;*
- *en matière de maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre, Total a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société et/ou des actions indisponibles faisant l'objet des mécanismes de liquidité) moyennant une indemnisation de 42 euros par action égale au prix de l'Offre ;*
- *en matière de politique future de distribution de dividendes, l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement. L'Initiateur se réserve en outre la possibilité de ne plus distribuer de dividendes afin de laisser à la Société plus de moyens pour assurer son développement.*

Le Conseil d'administration a revu attentivement le rapport l'expert indépendant, qui conclut que :

« le prix d'Offre de 42 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Direct Energie apportant leurs titres à l'Offre ; cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les actionnaires minoritaires de Direct Energie ne représentaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société »

Après un échange de vues approfondi, sur la base notamment du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, du Projet de Note en Réponse établi par la Société et du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration, à l'unanimité :

- considère que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ; »

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

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis du motivé reproduit à la section III ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonctions	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Xavier Caitucoli	Président du Conseil d'administration	473 176 dont 97 808 actions indisponibles	Vente de 375 368 Actions dans le cadre de l'Acquisition de Blocs et conservation des 97 808 actions indisponibles
Luxempart	Administrateur indépendant	4 292 751	Vente de l'intégralité des Actions détenues dans le cadre de l'Acquisition de Blocs
Monique Louis-Dreyfus	Administratrice	1	Résiliation du prêt d'action au titre duquel Monique Louis-Dreyfus détient une Action
Impala	Administrateur	15 000 000 ⁹	Vente de l'intégralité des Actions détenues dans le cadre de l'Acquisition de Blocs
AMS	Administrateur	8 307 826	Vente de l'intégralité des Actions détenues dans le cadre de l'Acquisition de Blocs
Jean-Paul Bize	Administrateur	2	Apport à l'Offre
Xirr Europe	Administrateur indépendant	0	N/A

V. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Au 30 juin 2018, la Société détient 1 810 Actions.

Conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement conclu entre Total et la Société le 17 avril 2018 tel que décrit à la section 2.1.2 de la Note en Réponse, la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 1 810 Actions auto-détenues.

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

Sous réserve de l'Accord de Rapprochement, du Contrat d'Acquisition et des Promesses, la Société n'a pas connaissance d'autres accords liés à l'Offre ou qui seraient de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

7.1 Structure et répartition du capital

⁹ Dont une action faisant l'objet d'un prêt à la consommation au profit de Madame Stéphanie Levan. Ce prêt sera résilié à la date de réalisation de l'Acquisition des blocs afin que l'action soit vendue à Total.

À la date du 30 juin 2018, le capital social de la Société, d'un montant de 4 560 836,90 euros, est divisé en 45 608 369 Actions, d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie ; 27 594 167 Actions bénéficient d'un droit de vote double, accordé aux Actions détenues sous forme nominative depuis plus de deux ans.

Au 30 juin 2018, à la connaissance de la Société et sur la base des déclarations reçues par elle, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre de titres détenus	% de capital	Nombre de droits de vote théorique	% de droits de vote
IMPALA SAS	15 000 000	32,89%	25 958 434	35,46%
AMS INDUSTRIES	8 307 826	18,22%	14 323 632	19,57%
LOV GROUP INVEST	2 474 544	5,43%	4 949 088	6,76%
EBM TRIRHENA AG	2 067 870	4,53%	4 135 740	5,65%
LUXEMPART	4 292 751	9,41%	8 384 492	11,45%
Xavier Caïtucoli (1)	1 763 694	3,87%	2 604 516	3,56%
Fabien Choné	854 505	1,87%	1 479 010	2,02%
Sébastien Loux	228 714	0,50%	363 890	0,50%
FCPE DE	97 947	0,21%	97 947	0,13%
Lucia Holding	246 704	0,54%	246 704	0,34%
BDL	1 988 555	4,36%	1 988 555	2,72%
Auto-détention	1 810	0,00%	1 810	0,00%
Flottant	8 283 449	18,16%	8 668 718	11,84%
TOTAL	45 608 369	100%	73 202 536	100%

(1) Détention directe ou indirecte

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**

Il n'existe pas de restrictions statutaires spécifiques relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions de la Société.

L'article 12.2 des statuts de la Société précise que les actions transférées en propriété perdent leur droit de vote double.

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

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.2.3 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

Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucune convention 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.

7.3 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 depuis le 1er janvier 2018

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il suit :

Actionnaires	Nombre de titres détenus	% de capital	Nombre de droits de vote théorique	% de droits de vote
Total	33 311 459	73,04%	33 311 459	71,16%
BDL Capital Management	1 988 555	4,36%	1 988 555	4,25%
M. Fabien Choné	854 505	1,87%	1 479 010	3,16%
HSBC Bank Plc	599 030	1,31%	599 030	1,28%
M. Xavier Caïtucoli (1)	595 226	1,31%	651 326	1,39%
Lucia Holding	246 704	0,54%	246 704	0,53%
M. Sébastien Loux	228 714	0,50%	363 890	0,78%
FCPE DE	97 947	0,21%	97 947	0,21%
Auto Détention	1 810	0,00%	1 810	0,00%
Flottant	7 684 419	16,86%	8 069 688	17,24%
TOTAL	45 608 369	100%	46 809 419	100%

(1) Détention directe ou indirecte

Depuis le 31 décembre 2017, l'AMF a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- Sand Grove Capital Management LLP a déclaré posséder 600 231 CFD (position longue) ;
- HSBC Bank Plc a déclaré posséder 599 030 actions et droits de vote de Direct Énergie et 600 231 CFD (position courte) ;
- BDL Capital Management a déclaré l'achat de 663 000 actions , puis 148 597 actions et enfin 30 500 actions Direct Énergie et ainsi posséder 1 988 555 actions et droits de vote Direct Énergie ; et
- Monsieur Xavier Caïtucoli a déclaré un apport en nature de 419 854 actions à une holding patrimoniale ;
- Total a déclaré détenir 33 311 459 actions et droits de vote de Direct Énergie ; et
- Impala, AMS, LGI, EBM et Luxempart ont déclaré avoir cédé l'intégralité de leurs actions Direct Énergie.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Au 31 juin 2018, le FCPE Direct Énergie détient 0,21% du capital et 0,13% des droits de vote de la Société. Il est géré par Equalis.

Le FCPE Direct Énergie est géré par un conseil de surveillance, étant précisé que le règlement du plan d'épargne de l'unité économique et sociale Direct Énergie a été modifié le 28 juin 2018 afin de permettre au conseil de surveillance de décider l'apport des actions de la Société détenues par le FCPE à l'Offre. Le conseil de surveillance du FCPE Direct Énergie doit se réunir prochainement pour se prononcer sur un apport des Actions à l'Offre.

7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 13 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus. Le règlement intérieur du Conseil prévoit en outre que le nombre de administrateurs qui sont liés à la Société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction et que le conseil d'administration doit être composé d'au moins deux administrateurs jugés indépendants.

Une personne morale peut être nommée administrateur. Elle est dans ce cas tenue de désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité de la personne morale qu'il représente. Le mandat du représentant permanent doit être confirmé lors de chaque renouvellement du mandat de la personne morale administrateur.

Toute personne majeure qui n'est pas sous tutelle ou curatelle peut être nommée administrateur indépendamment de sa nationalité.

Conformément aux statuts de la Société, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une (1) action dans le capital de la Société. À défaut, il est réputé démissionnaire d'office s'il n'a pas régularisé sa situation dans un délai de trois (3) mois.

La durée des fonctions des administrateurs est de quatre (4) années expirant à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Ils sont rééligibles.

Le règlement intérieur du Conseil préconise en outre que l'échelonnement des mandats soit organisé de façon à éviter un renouvellement en bloc et à favoriser un renouvellement harmonieux des administrateurs.

La part des administrateurs personnes physiques, ou des représentants permanents d'administrateurs personnes morales, pouvant être âgés de plus de 76 ans doit correspondre au plus au tiers des administrateurs en fonction à la date de clôture de l'exercice. Lorsque ce nombre est dépassé, le membre du Conseil le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions fixées par la loi. Cependant, selon les termes du règlement intérieur, les fonctionnaires, avocats, commissaires aux comptes qui seraient nommés par la Société, comptables agréés ou notaires ne peuvent être nommés administrateur

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à ratification de la plus proche assemblée générale ordinaire.

Conformément aux statuts de la Société, il peut être créé des postes de censeurs, personnes physiques ou morales, auprès de la Société. Ils sont nommés pour deux (2) ans.

Le rôle des censeurs est de conseiller les administrateurs dans leurs décisions en leur apportant leur expérience dans certains domaines. Ils sont convoqués et peuvent participer aux réunions du Conseil d'administration mais ils ne disposent que d'une voix consultative et non délibérative.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au conseil d'administration le pouvoir d'apporter aux statuts les modifications nécessaires pour les mettre en harmonie avec les dispositions législatives et réglementaires, sous réserve de ratification de ces modifications par la prochaine Assemblée générale extraordinaire.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires, présents ou représentés, possèdent au moins sur première convocation, le quart des Actions ayant le droit de vote, ou sur deuxième convocation, ainsi qu'en cas de prorogation de la seconde assemblée, le cinquième desdites Actions.

Les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers des voix valablement exprimées. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux Actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, ou s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

7.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration assume les missions et exerce les pouvoirs qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société.

Indépendamment des prescriptions légales, la Société est particulièrement attentive à ce que le Conseil puisse assumer les rôles suivants :

- déterminer les orientations stratégiques de l'activité de la Société et veiller à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et

dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent ;

- assumer le rôle de gardien des intérêts communs des actionnaires, du personnels et des partenaires de la Société tout en préservant son intérêt social ;
- procéder aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns et notamment l'exécution par les dirigeants mandataires sociaux de leurs missions respectives. À ce titre, chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

Ainsi, aux termes du règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration est appelé à :

- approuver l'ensemble des décisions relatives aux grandes orientations stratégiques, économiques, sociales et financières de la Société et veiller à leur mise en œuvre ;
- veiller au bon fonctionnement au sein de la Société d'un système offrant une assurance raisonnable que les opérations sont effectuées en conformité avec les lois et règles en vigueur ;
- créer et animer des comités spécialisés afin d'enrichir la prise de décision ;
- approuver les projets d'investissements et toute opération, notamment d'acquisition ou de cession, susceptible d'affecter significativement le résultat de la Société, la structure de son bilan ou son profil de risques ;
- adopter le budget annuel, revoir et arrêter les états financiers préalablement aux publications semestrielles et annuelles ;
- définir la politique de communication financière de la Société ;
- s'assurer de la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'au marché ;
- désigner les mandataires sociaux chargés de diriger la Société ;
- définir la politique de rémunération de la direction générale sur recommandation du comité de nomination et des rémunérations ;
- examiner annuellement au cas par cas, la situation de chacun des administrateurs de sorte que puissent être identifiés les administrateurs indépendants ; et
- définir les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration ainsi les procédures de contrôle interne mises en place par la Société et approuve le rapport du conseil d'administration sur le gouvernement d'entreprise.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Échéance / durée	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations	Montant maximal autorisé	Suspension de la délégation en période d'offre publique (de la date du dépôt à la fin de la période d'offre)
29 mai 2018 (10 ^e résolution)	Programme de rachat d'Actions (prix d'achat maximal : 70 euros)	28 novembre 2019 (18 mois)	Mouvements au cours de l'exercice : Achats : - Ventes : -	Dans la limite de 10% du capital social au jour de la mise en œuvre de la délégation	Oui
29 mai 2018 (17 ^e résolution)	Émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, de toute filiale et/ou de toute autre société, avec maintien du droit préférentiel de souscription	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	Capital : 2 300 000 euros ¹⁰ Titres de créance : 250 000 000 euros ¹¹	Oui
29 mai 2018 (18 ^e résolution)	Émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, de toute filiale et/ou de toute autre société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans le cadre d'une offre au public	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	Capital : 2 300 000 euros ¹ Titres de créance : 200 000 000 euros ²	Oui
29 mai 2018 (19 ^e résolution)	Émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, de toute filiale et/ou de toute autre société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par placement privé visé au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	Capital : 2 300 000 euros ¹ Titres de créance : 200 000 000 euros ²	Oui
29 mai 2018 (20 ^e résolution)	Détermination du prix d'émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, dans la limite de 10% du capital par an, dans le cadre d'une augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription (14 ^e et 15 ^e résolutions)	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	10% du capital social par an (à la date d'émission)	Non
29 mai 2018 (21 ^e résolution)	Augmentation du montant de l'émission initiale, en cas d'émissions de titres avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription, décidées en application des 17 ^e à 20 ^e résolutions	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	Dans la limite des plafonds prévus pour l'émission de capital ou de titres de créance	Non
29 mai 2018 (22 ^e résolution)	Augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en rémunération de titres apportés à la Société dans le cadre d'une offre publique d'échange initiée par la Société sur les titres d'une autre société	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	Capital : 2 300 000 euros ¹ Titres de créance : 200 000 000 euros ²	Oui
29 mai 2018 (23 ^e résolution)	Augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en rémunération d'apports en nature à la Société	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	10% du capital social à la date d'émission ¹²	Oui

¹⁰ Sous réserve du respect d'un plafond global d'augmentation de capital de 2 300 000 d'euros sur lequel s'imputerait ce montant.

¹¹ Sous réserve du respect d'un plafond global d'émission de titres de créance de 250 000 000 d'euros sur lequel s'imputerait ce montant.

¹² Sous réserve du respect d'un plafond global d'augmentation de capital de 2 300 000 d'euros sur lequel s'imputerait ce montant.

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Échéance/durée	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations	Montant maximal autorisé	Suspension de la délégation en période d'offre publique (de la date du dépôt à la fin de la période d'offre)
29 mai 2018 (24 ^e résolution)	Limitation globale des autorisations d'émission avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription	N/A	N/A	Plafonds : - Capital : 2 300 000 euros - Titres de créance : 250 000 000 euros	Non
29 mai 2018 (25 ^e résolution)	Émission d'actions ordinaires réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise ou d'un plan d'épargne de groupe avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces salariés	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	3% du capital de la Société	Oui
29 mai 2018 (26 ^e résolution)	Réduction du capital social par voie d'annulation d'actions propres	28 mai 2020 (24 mois)	Néant	Dans la limite de 10% du capital social au jour de la mise en œuvre de la délégation	Non
29 mai 2018 (27 ^e résolution)	Augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres	28 juillet 2020 (26 mois)	Néant	2 300 000 euros	Oui
29 mai 2018 (28 ^e résolution)	Attribution d'options de souscription d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription en faveur des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales	28 juillet 2021 (38 mois)	Néant	3% du capital de la Société au jour de la mise en œuvre de la délégation	Non
29 mai 2018 (29 ^e résolution)	Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en faveur des salariés et/ou mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales	28 juillet 2021 (38 mois)	Néant		Non
29 mai 2018 (31 ^e résolution)	Attribution gratuite d'actions de préférence de la Société au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux de la Société et de ses filiales, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	28 mai 2019 (12 mois)	Néant	3% du capital de la Société au jour de l'assemblée 1 344 974 Actions	Non

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

Les emprunts obligataires *corporate*, le contrat d'acquisition et le crédit revolving *corporate* au niveau de la Société (détaillés à la section 3.5.2 du document de référence de Direct Énergie) contiennent des clauses de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société.

Au titre du contrat d'affacturage, il est prévu une faculté de résiliation pour CM-CIC Factor en cas de modification dans la détention du capital de la Société à hauteur de 51% des droits de vote qui aurait pour effet d'entraîner un changement de contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

À la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par Total, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

7.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration de la Société 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

Il n'existe pas d'accord, au sein de la Société ou de ses filiales, portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les Actions de la Société.

Conformément aux termes de leurs contrats de travail, Messieurs Sébastien Loux et Fabien Choné sont soumis à une obligation de non-concurrence. En contrepartie de ces engagements, la Société s'est engagée à verser, pendant une durée de 12 mois à l'issue de la rupture de leurs contrats de travail :

- 70% de la dernière rémunération mensuelle fixe de Monsieur Sébastien Loux s'il se trouve sans emploi ; et
- 80% de la dernière rémunération mensuelle fixe de Monsieur Fabien Choné s'il se trouve sans emploi.

7.10 Événements exceptionnels et litiges

À la connaissance de Direct Énergie, il n'existe, en date de dépôt du présent document, aucun litige, procédure d'arbitrage ou fait exceptionnel, autre que ceux mentionnés dans le présent document et le Document de Référence, et le dépôt de l'Offre et les opérations qui y sont liées, susceptible d'avoir une incidence significative sur les objectifs annuels communiqués par le Groupe.

VIII. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GENERAL DE L'AMF

En application des articles 261-1 I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société réuni le 17 avril 2018, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Ce rapport ainsi qu'un addendum à ce rapport figurent en **Annexe 1**.

IX. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.direct-energie.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Direct Énergie, 2bis rue Louis Armand, 75015 Paris.

X. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Xavier Caïtucoli

Président Directeur Général de Direct Énergie

ANNEXE 1

Rapport de l'Expert Indépendant



Ledouble

DIRECT ENERGIE

2 bis, rue Louis Armand - 75015 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

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 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES 4

1. INTRODUCTION 6

1.1.	CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'INTERVENTION DE LEDOUBLE	7
1.2.	INDÉPENDANCE ET COMPÉTENCE DE LEDOUBLE	7
1.3.	DILIGENCES EFFECTUÉES	9
1.4.	AFFIRMATIONS OBTENUES ET LIMITES DE LA MISSION	10
1.5.	PLAN DU RAPPORT	11
1.6.	CONVENTIONS DE PRÉSENTATION	11

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION 12

2.1.	PARTIES PRENANTES À L'OPÉRATION	12
2.2.	RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE, INSTRUMENTS DILUTIFS ET PÉRIMÈTRE DE L'OFFRE	14
2.3.	FINANCEMENT DE L'OFFRE	18
2.4.	PERSPECTIVE DU RETRAIT OBLIGATOIRE OU DE LA RADIATION DES ACTIONS	18
2.5.	ACCORDS CONNEXES	18
2.6.	SYNERGIES ET GAINS ÉCONOMIQUES	22

3. PRÉSENTATION DU GROUPE 23

3.1.	CARACTÉRISTIQUES DES MARCHÉS DE L'ÉLECTRICITÉ ET DU GAZ	23
3.2.	POSITIONNEMENT DE DIRECT ENERGIE SUR SES MARCHÉS	31
3.3.	FACTEURS HISTORIQUES DE CROISSANCE ET DE DÉVELOPPEMENT DE DIRECT ENERGIE	33
3.4.	ANALYSE HISTORIQUE DE LA PERFORMANCE DE DIRECT ENERGIE	34
3.5.	SYNTHÈSE	39

4. ÉVALUATION DE L'ACTION 40

4.1.	CARACTÉRISTIQUES COMPTABLES, FINANCIÈRES ET FISCALES	40
4.2.	REVUE DES PLANS D'AFFAIRES COMMUNIQUÉS PAR LA DIRECTION	44
4.3.	MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES	47

4.4.	ÉVALUATION GLOBALE DU GROUPE	51
4.5.	ÉVALUATION DU GROUPE EN SOMME DES PARTIES	58
5.	SYNTHÈSE	65
5.1.	SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DE L'ACTION	65
5.2.	SYNERGIES ET GAINS ÉCONOMIQUES	66
6.	ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS	67
6.1.	NOMBRE D' ACTIONS	67
6.2.	DETTE FINANCIÈRE NETTE AJUSTÉE	68
6.3.	MÉTHODES RETENUES À TITRE PRINCIPAL PAR LES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS ET PAR LEDOUBLE	69
6.4.	MÉTHODES ÉCARTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS	71
6.5.	SYNTHÈSE SUR LA VALORISATION DE L' ACTION	72
7.	ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES	73
7.1.	CONTRAT D' ACQUISITION ET AVENANT AU CONTRAT D' ACQUISITION	73
7.2.	ACCORD DE RAPPROCHEMENT, CONTRATS DE LIQUIDITÉ ET AVENANTS AUX CONTRATS DE LIQUIDITÉ	73
7.3.	ACTES DE RÉSILIATION	74
7.4.	SYNTHÈSE	74
8.	CONCLUSION	75
	ANNEXES	76

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Action(s)	Action(s) de la Société visée(s) par l'Offre
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANODE	Association Nationale des Opérateurs Détaillants en Énergie
ANR	Actif Net Réévalué
ARENH	Accès Régulé à l'Énergie Nucléaire Historique
ATRD	Accès des Tiers aux Réseaux de Distribution
ATTM	Accès des Tiers aux Terminaux Méthaniers
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Capex	Capital Expenditures
CCGT	Centrale à Cycle Combiné au Gaz Thermique
Cible	Direct Energie
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Direct Energie
Conseils financiers	Rothschild et Messier Maris et Associés
Conseils juridiques	Bredin Prat (Cible) et Cleary Gottlieb (Initiateur)
Coupon 2017	Dividende 2017 de 0,35 € par Action
CRE	Commission de Régulation de l'Énergie
CSPE	Contribution au Service Public de l'Électricité
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Model
DDR	Document de référence
Dépôt	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
Direction	Management de Direct Energie
EBITDA	Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
ELD	Entreprise Locale de Distribution
Établissements Présentateurs	Lazard Frères Banque et Société Générale
GRDF	Gaz Réseau Distribution France
GWh	Gigawattheure
IFRS	International Financial Reporting Standards
Initiateur	Total
kVA	Kilovoltampère
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
MWh	Mégawattheure
OAT	Obligations Assimilables du Trésor

Offre	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par Total sur les Actions
PEG	Point virtuel d'Échange de Gaz
Pégase	Base de données (Pétrole, Électricité, Gaz et Autres Statistiques de l'Énergie)
Prix d'Offre	42,00 € par Action Coupon 2017 détaché
RTE	Réseau de Transport d'Électricité
Société	Direct Energie
SOP	Sum Of the Parts
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TRV	Tarifs réglementés de vente
TURPE	Tarifs d'utilisation des réseaux publics d'électricité
TWh	Terawattheure

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **OPAS** » ou l'« **Offre** ») obligatoire initiée par Total (l'« **Initiateur** ») sur les actions Direct Energie (la « **Société** » ou la « **Cible** »), Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Direct Energie (le « **Conseil d'Administration** ») en date du 17 avril 2018, afin de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre, réalisée au prix de 42,0 € par action Direct Energie (la « **Mission** »). Ce prix unitaire de 42,0 € (le « **Prix d'Offre** ») s'entend coupon détaché de 0,35 €¹.

En cas de transaction ultérieure à l'Offre sur des actions Direct Energie, Total s'est engagé à verser aux actionnaires apportant à l'Offre un montant égal à la différence positive entre le prix de cette transaction et le Prix d'Offre².

L'Offre s'inscrit dans le cadre du projet de rapprochement entre Direct Energie et Total (l'« **Opération** »), annoncé par [Direct Energie](#) et [Total](#) par voie de communiqués de presse publiés en date du 18 avril 2018, au lendemain :

- de la signature d'un contrat de cession d'actions (le « **Contrat d'Acquisition** ») portant sur des blocs d'actions détenus par plusieurs actionnaires de la Société³ (les « **Cédants** » et individuellement le « **Cédant** »), représentant 73,04%⁴ de son capital (l'« **Acquisition des Blocs** ») ;
- de la présentation au Conseil d'Administration d'un projet de protocole d'accord (l'« **Accord de Rapprochement** ») entre l'Initiateur et la Société dont l'objet est de rappeler les principales caractéristiques de l'Offre et d'arrêter certains principes de collaboration entre Total et Direct Energie.

Nous précisons, ci-après, le contexte et le contenu de la Mission (§ 1.1 à § 1.4) ainsi que la structure de notre rapport (§ 1.5 et § 1.6).

¹ À l'issue de l'assemblée générale mixte du [29 mai 2018](#). À l'exception de ce coupon, toute distribution de dividendes, d'acompte sur dividendes, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait avant la clôture de l'Offre (ou toute réduction de capital qui serait réalisée avant la clôture de l'Offre), donnera lieu à une réduction à due concurrence du Prix d'Offre.

² Le mécanisme est décrit § 2.3 de la note d'information établie par l'Initiateur.

³ L'Acquisition des Blocs a été réalisée par l'Initiateur auprès (i) du concert formé par Impala SAS, AMS Industries SAS, Lov Group Invest SAS, EBM Trirhena AG, (ii) de Luxempart SA et (iii) de M. Xavier Caïtucoli, Président Directeur Général de Direct Energie, directement et au travers de ses holdings Crescendix SAS et Crescendissimo (§ 2.1.3).

⁴ Sur une base non diluée au 30 juin 2018.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

La désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant et le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») entrent dans le cadre de l'article [261-1.I](#)⁵ 1°, 2° et 4° et [261-1.II](#)⁶ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°[2006-08](#)⁷, elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#)⁸.

Au cas d'espèce, la saisine de Ledouble aux termes de l'article [261-1.I](#) et de l'article [261-1.II](#) du règlement général de l'AMF est justifiée par le fait que :

- la Société sera contrôlée par l'Initiateur ;
- le *corpus* juridique de l'Opération inclut des accords entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société, ainsi que les accords et opérations liés à l'Offre (ensemble les « **Accords Connexes** ») dont il nous appartient de vérifier qu'ils n'ont pas d'impact sur l'appréciation du Prix d'Offre ;
- Total a annoncé son intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre ne représenterait pas plus de 5%⁹ du capital ou des droits de vote de Direct Energie.

Le Rapport s'entend au sens de l'article [262-1.I](#)¹⁰ du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant :

- de Direct Energie ;
- de l'Initiateur et des Cédants ;

⁵ Extrait concerné de l'article [261-1.I](#) du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...] 1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; [...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ; [...] ».

⁶ Article [261-1.II](#) du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16. ».

⁷ « Expertise indépendante ».

⁸ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

⁹ Ou tout autre pourcentage applicable dans le futur (§ 2.4).

¹⁰ Extrait de l'article [262-1.I](#) du règlement général de l'AMF : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. ».

- des conseils juridiques¹¹ et financiers¹² de la Société (les « **Conseils** ») ;
- des conseils juridiques¹³ de l'Initiateur et des établissements présentateurs¹⁴ de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »).

Nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles [261-4](#) du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) ; à titre informatif, figure en **Annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, les Établissements Présentateurs ou au sein du même groupe¹⁵.

Nous indiquons à toutes fins utiles qu'au cours des dix-huit derniers mois, nous avons été désignés avec un confrère, en qualité de commissaires aux apports par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 30 août 2017¹⁶, dans le cadre de la réalisation de l'apport en nature des titres de la société Maersk Oil au profit de Total. Cette mission n'est pas nature à remettre en cause notre indépendance et ne caractérise pas une situation de conflit d'intérêt au sens des articles [261-4](#) du règlement général de l'AMF ou de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) dans la mesure où :

- la mission de commissaire aux apports ne résulte pas de liens contractuels avec Total et est exclusive de tout conseil, puisqu'elle procède d'une nomination par autorité de justice ;
- la mission de commissaire aux apports ne constitue pas une évaluation au sens strict, mais conduit à exprimer un avis sur la valeur de l'apport et le caractère équitable du rapport d'échange proposé, sur la base d'évaluations effectuées par les sociétés ou leurs conseils ;
- cette mission de commissaire aux apports n'a en rien porté sur Direct Énergie¹⁷ qui dans le cadre d'une offre publique d'acquisition en numéraire est la seule société évaluée pour les besoins de la Mission de l'expert indépendant.

Conformément à l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes, physiques et morales, concernées par l'Offre et les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance¹⁸.

¹¹ Bredin Prat.

¹² Rothschild et Messier Maris et Associés.

¹³ Cleary Gottlieb.

¹⁴ Lazard Frères Banque et Société Générale ; conformément à l'article [231-13](#) du règlement général de l'AMF, seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹⁵ Au sens de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF.

¹⁶ En application de l'article L 225-147 du Code de Commerce complété par référence à la position-recommandation n° 2011-11 de l'AMF du 21 juillet 2011.

¹⁷ Nous n'avons notamment jamais évalué Direct Énergie et la seule mission antérieure réalisée dans le Groupe est une consultation technique en date de 2011.

¹⁸ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **Annexe 5**.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 5**.

1.3. Diligences effectuées

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

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1** et le calendrier d'intervention en **Annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Direct Energie ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action de la Société (l'« **Action** » et ensemble les « **Actions** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils et des Établissements Présentateurs¹⁹, ont consisté notamment en l'exploitation des informations et de la documentation suivantes :

- les informations disponibles sur le marché de la fourniture d'énergie où interviennent la Société et ses filiales (le « **Groupe** ») ;
- les modalités de déroulement de l'Opération, sur la base :
 - de discussions avec les interlocuteurs précités ;
 - de la documentation juridique et financière de l'Opération, incluant les Accords Connexes ;
 - du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note en réponse de la Société (les « **Notes d'Information** »), dans la perspective du dépôt²⁰ de l'Offre auprès de l'AMF (le « **Dépôt** ») et en vue de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées accessibles sur les sites internet de [Direct Energie](#), en particulier les documents de référence 2017 et 2016 Direct Energie incluant le rapport financier annuel (« [DDR 2017](#) », « [DDR 2016](#) »), et de [Total](#) ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Opération ;
- l'examen approfondi et critique des données prévisionnelles élaborées par la Direction sur ses différentes lignes d'activités²¹ et la mise en perspective de ces

¹⁹ La liste de nos interlocuteurs figure en **Annexe 3**.

²⁰ Incluant notamment les Notes d'Information.

²¹ En lien avec les secteurs opérationnels (« Commerce », « Production » et « Renouvelable ») présentés dans les états financiers de Direct Energie.

projections avec les données prévisionnelles antérieures²² ;

- la consultation des rapports de *due diligence* réalisés par des tiers mandatés par la Société dans le cadre de l'acquisition par Direct Energie, auprès du groupe Lucia Holding, du groupe Quadran spécialisé dans le domaine des « énergies vertes », finalisée en octobre 2017 ;
- l'obtention des travaux d'évaluation menés par les Conseils de la Société en prévision de l'Offre ;
- les extractions de nos bases de données financières²³, tant en ce qui concerne le Groupe que les autres acteurs du marché ;
- l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution jusqu'à l'annonce de l'Opération ;
- la recherche d'éventuelles manifestations d'intérêt antérieures à l'Opération qui auraient pu être exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société ou de ses filiales ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales au titre des deux derniers exercices clos (2016 et 2017) et de l'exercice en cours (2018) utile à nos travaux ;
- les notes récentes publiées par des analystes en charge du suivi du titre de la Société et/ou de ses comparables.

Nous avons ainsi apprécié le Prix d'Offre au regard de :

- notre valorisation multicritère de l'Action, notamment de l'analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'activité et d'évaluation ;
- notre analyse des Accords Connexes.

Nous avons également procédé à la revue des travaux des Établissements Présentateurs, que nous avons comparés avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et de l'Initiateur sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

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.

²² Notamment lors de l'acquisition du groupe Quadran en 2017.

²³ Dont *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *S&P Capital IQ* (comparables boursiers, notes d'analystes, comparables transactionnels).

Bien que soumis au Conseil d'Administration, le Rapport comportant en conclusion notre opinion sur le caractère équitable du Prix d'Offre et l'absence de disposition dans les Accords Connexes susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de la Société (l'« **Attestation d'Équité** ») n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération incluant l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- les parties prenantes à l'Offre ainsi que les modalités de l'Offre dans le contexte de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité, l'environnement ainsi que les principales caractéristiques financières du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action (§ 4) et la synthèse de nos travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation exposés par les Établissements Présentateurs (§ 6) ;
- notre appréciation de l'incidence des Accords Connexes (§ 7).

La conclusion du Rapport constitue l'Attestation d'Équité pour les actionnaires de Direct Energie dont les titres sont visés par l'Offre (§ 8).

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€).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les sources documentaires sont, le cas échéant, signalées entre parenthèses dans le texte ou en notes de bas de page du Rapport.

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

2. Présentation de l'Opération

Sont présentées ci-après :

- les parties prenantes à l'Offre (§ 2.1) ;
- la structure de l'Offre resituée dans le schéma global de l'Opération, incluant les Accords Connexes (§ 2.2 à § 2.5) ;
- les synergies et gains économiques attendus de l'Opération par l'Initiateur (§ 2.6).

2.1. Parties prenantes à l'Opération

2.1.1. La Cible

Direct Energie est une société anonyme de droit français dotée d'un conseil d'administration, sise 2 bis rue Louis Armand à Paris (75015), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris²⁴. M. Xavier Caïtucoli en assure la présidence et la direction générale.

Se présentant comme le premier acteur alternatif français de l'énergie, et spécialisé dans la fourniture et la production d'électricité et de gaz, le Groupe est présent en France et en Belgique.

Les Actions Direct Energie sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris²⁵. Les Actions entièrement libérées de la Société, justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans, bénéficient d'un droit de vote double (§ 2.2.1).

2.1.2. L'Initiateur

Total est une société anonyme de droit français dotée d'un conseil d'administration, sise 2 place Jean Millier à Courbevoie (92400), et immatriculée au RCS de Nanterre²⁶. M. Patrick Pouyanné en assure la présidence et la direction générale.

Le groupe Total, qui compte parmi les premières compagnies pétrolières et gazières internationales, est un acteur majeur présent dans plus de 130 pays. Ses activités couvrent l'exploration et la production de pétrole et de gaz, le raffinage, la pétrochimie et la distribution d'énergie sous diverses formes jusqu'au client final.

Les actions Total sont cotées sur les places de Paris, Bruxelles, Londres et New York²⁷.

Au travers de plusieurs filiales, notamment [Total Spring](#) et [Lampiris](#), Total exerce des activités connexes à celles de Direct Energie.

²⁴ Sous le numéro 442 395 448.

²⁵ Sous le code ISIN FR0004191674 ; mnémonique « DIREN ».

²⁶ Sous le numéro 542 051 180.

²⁷ Sous le code ISIN FR0000120271 ; mnémonique « FP ».

2.1.3. Cédants

L'Acquisition des Blocs est réalisée auprès des Cédants, parties avec Total au Contrat d'Acquisition :

- **Impala SAS**, société par actions simplifiée, sise 4 rue Euler à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris²⁸ ;
- **AMS Industries**, société par actions simplifiée sise 41 avenue Georges V à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris²⁹ ;
- **LOV Groupe Invest (LGI)**, société par actions simplifiée sise 5 rue François I^{er} à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris³⁰ ;
- **EBM Trirhena AG (EBM)**, société de droit suisse sise 27 Weidenstrasse à Münchenstein (4142) en Suisse et immatriculée au RCS de Bâle³¹ ;
- **M. Xavier Caïtucoli**, Président Directeur Général de la Société, résidant 87 boulevard Suchet à Paris (75016) ;
- **Crescendix**, société par actions simplifiée sise 36 rue de Monceau à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris³² ;
- **Crescendissimo**, société par actions simplifiée sise 36 rue de Monceau à Paris (75008) et immatriculée au RCS de Paris³³ ;
- **Luxempart**, société anonyme sise 12 rue Léon Laval à Leudelange (L-3372) au Luxembourg et immatriculée au RCS de Luxembourg³⁴.

Crescendix et Crescendissimo sont les holdings patrimoniales de M. Xavier Caïtucoli (§ 2.5.2).

²⁸ Sous le numéro 562 004 614.

²⁹ Sous le numéro 447 948 076.

³⁰ Sous le numéro 494 031 008.

³¹ Sous le numéro CHE – 109 336 300.

³² Sous le numéro 752 446 815.

³³ Sous le numéro 839 754 009.

³⁴ Sous le numéro B 27 846.

2.2. Répartition du capital et des droits de vote, instruments dilutifs et périmètre de l'Offre

2.2.1. Répartition du capital et des droits de vote avant et à l'issue de l'Acquisition des Blocs

Antérieurement à l'Acquisition des Blocs, les Actions et droits de vote théoriques³⁵ de Direct Energie se répartissaient comme suit :

Structure du capital et des droits de vote - Antérieurement à l'Acquisition des Blocs				
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
Impala SAS	15 000 000	32,9%	25 958 434	35,5%
AMS Industries	8 307 826	18,2%	14 323 632	19,6%
LOV Group Invest	2 474 544	5,4%	4 949 088	6,8%
EBM Trirhena AG	2 067 870	4,5%	4 135 740	5,6%
Concert majoritaire	27 850 240	61,1%	49 366 894	67,4%
Luxem part	4 292 751	9,4%	8 384 492	11,5%
BDL Capital Management	1 988 555	4,4%	1 988 555	2,7%
HSBC Bank plc	599 030	1,3%	599 030	0,8%
Lucia Holding	246 704	0,5%	246 704	0,3%
Xavier Caïtucoli*	1 763 694	3,9%	2 604 516	3,6%
Sébastien Loux	228 714	0,5%	363 890	0,5%
Fabien Choné	854 505	1,9%	1 479 010	2,0%
FCPE DE	97 947	0,2%	97 947	0,1%
Public	7 684 419	16,8%	8 069 688	11,0%
Auto-détention	1 810	0,0%	1 810	0,0%
Total	45 608 369	100%	73 202 536	100%

Source : Société. Au 30 juin 2018

* Détention directe et indirecte

³⁵ Conformément aux dispositions de l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droit de vote.

L'Acquisition des Blocs sur 33.311.459 Actions a modifié la répartition du capital de la Société comme suit (§ 2.5.1) :

Structure du capital - Postérieurement à l'Acquisition des Blocs		
	Nombre d'actions	% capital
Total SA	33 311 459	73,0%
BDL Capital Management	1 988 555	4,4%
HSBC Bank Plc	599 030	1,3%
Lucia Holding	246 704	0,5%
Xavier Caïtucoli*	595 226	1,3%
Sébastien Loux	228 714	0,5%
Fabien Choné	854 505	1,9%
FCPE DE	97 947	0,2%
Public	7 684 419	16,8%
Auto-détention	1 810	0,0%
Total	45 608 369	100%

Source : Société

* Détention directe et indirecte

2.2.2. Actions gratuites

La Société a mis en place le 20 décembre 2012, au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux, un plan d'attribution gratuite d'Actions portant sur 711.000 Actions (les « **Actions Gratuites** »), qui ont été définitivement acquises par leurs bénéficiaires le 20 décembre 2014. La période de conservation des Actions Gratuites est échue depuis le 20 décembre 2016.

Conformément aux dispositions de l'article [L. 225-197-1 II](#) du Code de commerce, le Conseil d'Administration a décidé de fixer à 20% la quote-part d'Actions Gratuites attribuées aux mandataires sociaux devant être mises au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

Il s'ensuit que l'ensemble des Actions Gratuites pourront être apportées à l'Offre, à l'exception de 122.200 Actions Gratuites détenues par les mandataires sociaux ci-après désignés (les « **Actions Gratuites Indisponibles** » ou unitairement l' « **Action Gratuite Indisponible** »), qui bénéficieront du Mécanisme de Liquidité prévu dans l'Accord de Rapprochement et les Contrats de Liquidité (§ 2.5.2 et § 2.5.3) :

- M. Xavier Caïtucoli : 56.100 Actions Gratuites Indisponibles ;
- M. Fabien Choné : 56.100 Actions Gratuites Indisponibles ;
- M. Sébastien Loux : 10.000 Actions Gratuites Indisponibles.

2.2.3. Options de souscription d'Actions

Des options de souscription d'Actions (« **OSA** » ou « **Options** ») ont été consenties dans le cadre de divers plans successifs : « Plans Poweo » jusqu'en 2009 et « Plans OSA » de 2012 à 2017.

Au 31 décembre 2017, 1.880.184 Options, réparties sur les Plans Poweo et Plans OSA suivants sont en vigueur, étant précisé que le Conseil d'Administration du 29 juin 2018 a modifié les conditions des Plans OSA 6, OSA 7 et OSA 8, afin de permettre l'exercice de l'ensemble des Options consenties à compter de la date de réalisation (la « **Date de Réalisation** ») de l'Acquisition des Blocs³⁶ :

Caractéristiques des plans d'options						
Options	Date d'attribution	Prix d'exercice	Point de départ de l'exercice des Options	Date d'expiration	Nombre d'Options attribuées	Nombre d'Options en vigueur au 31/12/2017
Plan Poweo du 18/07/2008	18/07/2008	26,50 €	19/07/2012	17/07/2018	175 000	78 275
Plan Poweo du 10/09/2008	10/09/2008	26,50 €	11/09/2012	17/07/2018	25 250	25 250
Plan Poweo du 21/08/2009	21/08/2009	29,00 €	11/07/2012	21/08/2019	300 000	300 000
Plan OSA 1	20/12/2012	4,77 €	09/11/2016	20/12/2019	511 000	122 664
Plan OSA 2	16/07/2014	9,00 €	09/11/2016	16/07/2021	425 000	175 312
Plan OSA 3	15/12/2014	9,00 €	09/11/2016	15/12/2021	10 000	3 334
Plan OSA 4	10/12/2014	12,00 €	09/11/2016	10/12/2021	270 000	210 000
Plan OSA 5	02/06/2015	13,40 €	09/11/2016	02/06/2022	420 000	326 668
Plan OSA 6	14/12/2015	19,00 €	09/11/2016	14/12/2022	312 500	240 597
Plan OSA 7	13/12/2016	34,00 €	13/12/2017	13/12/2023	360 000	358 084
Plan OSA 8	20/04/2017	37,00 €	20/04/2018	19/04/2024	40 000	40 000
Total					2 848 750	1 880 184

Source : DDR 2017 p. 310

Conformément aux dispositions de l'article [L. 225-185](#) du Code de commerce, le Conseil d'Administration a décidé de fixer à 10% la quote-part des Actions détenues par les mandataires sociaux issues de l'exercice de leurs Options devant être mises au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

Il s'ensuit que l'ensemble des Actions issues de l'exercice des Options pourront être apportées à l'Offre, soit **1.043.158** Actions au 30 juin 2018, à l'exception de **120.447** Actions issues de l'exercice des Options détenues directement par les mandataires sociaux ci-après désignés (les « **Actions Sous-Jacentes Indisponibles** » ou unitairement l'« **Action Sous-Jacente Indisponible** »), qui bénéficieront du Mécanisme de Liquidité prévu dans l'Accord de Rapprochement et les Contrats de Liquidité (§ 2.5.2 et § 2.5.3) :

- M. Xavier Caïtucoli : un maximum de 41.708 Actions Sous-Jacentes Indisponibles ;
- M. Fabien Choné : un maximum de 37.031 Actions Sous-Jacentes Indisponibles ;
- M. Sébastien Loux : un maximum de 41.708 Actions Sous-Jacentes Indisponibles.

Bien que ne résultant pas l'exercice d'Options, les 497.418 Actions Indisponibles détenues par Crescendix, Holding Patrimoniale de M. Xavier Caïtucoli (§ 2.2.5), bénéficieront également du Mécanisme de Liquidité prévu dans l'Accord de Rapprochement et les Contrats de Liquidité (§ 2.5.2 et § 2.5.3).

³⁶ L'exercice des Options étant en principe conditionné au respect d'une période d'acquisition des droits, la modification des termes et conditions des OSA permet à leurs titulaires de les exercer à compter de la Date de Réalisation.

2.2.4. Bons de souscription Quadran

Les 1.309.712 bons de souscription d'actions Quadran émis dans le cadre de l'acquisition par Direct Energie auprès du groupe Lucia Holding de Quadran (les « **BSA Quadran** ») sont porteurs de l'émission d'un nombre maximal de 1.196.807 Actions :

Caractéristiques des BSA Quadran	
Nombre d'Actions émises en paiement du prix de l'acquisition de Quadran	327 428
Nombre de BSA attachés à chaque action Quadran	4
Nombre total de BSA	1 309 712
Complément de prix maximal payable en titres Direct Energie par compensation avec l'exercice des BSA, sous réserve de l'atteinte de certains objectifs, notamment liés au rythme de mise en service des parcs à venir d'ici mi-2019	58 888 930
Prix d'exercice par BSA (€)	49,205
Nombre total de BSA exerçables en cas d'atteinte du complément de prix	1 196 807

Source: DDR 2017. p. 368

L'Offre ne porte toutefois pas sur les Actions sous-jacentes aux BSA Quadran, compte tenu de leur inaccessibilité liée aux conditions de leur émission. A notre connaissance, aucun accord de liquidité n'a été conclu avec le porteur de BSA Quadran.

2.2.5. Périmètre de l'Offre

L'Offre porte ainsi, par référence à la situation au 30 juin 2018, sur :

- la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur à l'ouverture de l'Offre, à l'exception :
 - des 1.810 Actions auto-détenues (§ 2.2.1)³⁷ ;
 - des 740.065³⁸ Actions indisponibles aux termes de l'Accord de Rapprochement et du Mécanisme de Liquidité qui y est prévu (les « **Actions Indisponibles** ») d'ores et déjà émises et détenues par les mandataires sociaux de la Société ou une holding patrimoniale (la « **Holding Patrimoniale** » ou les « **Holdings Patrimoniales** ») (§ 2.5.2) ;
- les Actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la date de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des 1.043.158 Options en circulation attribuées aux salariés et mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales, à l'exception des Actions Indisponibles susceptibles d'être émises par exercice des Options et détenues par les mandataires sociaux de la Société ou une Holding Patrimoniale qui bénéficient, sous certaines conditions, du Mécanisme de Liquidité susmentionné et explicité *infra* (§ 2.5.2).

L'Offre ne porte pas sur les 1.309.712 BSA Quadran compte tenu de leur inaccessibilité, ni sur les Actions qui seraient susceptibles d'être émises à raison de leur exercice (§ 2.2.4).

³⁷ La Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues à la date de suspension du contrat de liquidité (conclu avec CM-CIC Market Solutions).

³⁸ Actions Gratuites : 122.200 (§ 2.2.2) + OSA (§ 2.2.3) : 120.447 + Actions Indisponibles Crescendix (§ 2.2.3) : 497.418 = 740.065.

2.3. Financement de l'Offre

L'Offre sera financée au moyen des fonds disponibles en trésorerie de l'Initiateur.

L'Initiateur s'est par ailleurs engagé, dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, à refinancer la dette de la Société et de ses filiales devenue exigible du fait la cession des Actions.

2.4. Perspective du retrait obligatoire ou de la radiation des Actions

En application de l'article [L. 433-4 III](#) du Code monétaire et financier et conformément aux dispositions des articles [237-14](#) et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois à compter de la date de clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non apportées à l'Offre³⁹ par les actionnaires minoritaires, si lesdites Actions ne représentent pas plus de 5%⁴⁰ du capital ou des droits de vote de la Société, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre.

Conformément aux dispositions des articles [236-3](#) et [237-1](#) du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve également la faculté, s'il venait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95%⁴¹ des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions susmentionnées, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions⁴² qui ne seraient pas encore détenues, directement ou indirectement par l'Initiateur.

L'Initiateur se réserve enfin la possibilité :

- de demander à Euronext Paris la radiation des Actions d'Euronext Paris dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, et dans les conditions énoncées à l'article [P.1.4.2](#) du Livre II des règles de marché d'Euronext ;
- d'étudier une éventuelle fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Total, ou tout transfert d'actifs, y compris par voie d'apport.

2.5. Accords Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords Connexes, par l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du *corpus* juridique de l'Opération, et par des entretiens avec la Direction, ainsi qu'avec les Conseils et l'Initiateur :

- *Contrat de cession d'actions* ou Contrat d'Acquisition en date du 17 avril 2018 tel que modifié par son Avenant (l' « **Avenant au Contrat d'Acquisition** ») en date du 22 juin 2018 (§ 2.5.1) ;

³⁹ À l'exception des Actions auto-détenues et/ou des Actions Indisponibles faisant l'objet du Mécanisme de Liquidité (§ 2.5.2 et § 2.5.3).

⁴⁰ Ou tout pourcentage qui deviendrait applicable postérieurement à la date du Dépôt incluant les Notes d'Information.

⁴¹ Ou tout pourcentage qui deviendrait applicable dans le futur (cf. *supra*).

⁴² Actions autres que les Actions auto-détenues et/ou les Actions Indisponibles faisant l'objet du Mécanisme de Liquidité (§ 2.5.2 et § 2.5.3).

- *Protocole d'accord relatif à un rapprochement* ou *Accord de Rapprochement* conclu entre la Société et l'Initiateur en date du 17 avril 2018 (§ 2.5.2) ;
- *Contrats de liquidité* au bénéfice de M. Xavier Caïtucoli, M. Fabien Choné et M. Sébastien Loux (les « **Contrats de Liquidité** »), conclus entre ces derniers et Crescendix en ce qui concerne M. Xavier Caïtucoli, d'une part, et Total, d'autre part, en date du 17 avril 2018 ;
- Avenant n°1 et Avenant n°2 au *Contrat de liquidité* au bénéfice de M. Xavier Caïtucoli (les « **Avenants au Contrat de Liquidité** »), conclus entre M. Xavier Caïtucoli et Crescendix, d'une part, et Total, d'autre part, en date respectivement du 22 juin 2018 et du 2 juillet 2018 (§ 2.5.3) ;
- Avenants au *Contrat de Liquidité* au bénéfice de M. Fabien Choné et M. Sébastien Loux, conclus entre ces derniers, d'une part, et Total, d'autre part, en date du 2 juillet 2018 (§ 2.5.3) ;
- *Actes de résiliation* des conventions conclues entre la Société et respectivement Impala SAS et AMS Industries (les « **Actes de Résiliation** ») en date du 29 juin 2018 (§ 2.5.4).

Les dispositions contractuelles contenues dans ce *corpus* juridique et présentées dans les Notes d'Information sont résumées ci-après.

2.5.1. Contrat d'Acquisition et Avenant au Contrat d'Acquisition

En application du Contrat d'Acquisition, l'Acquisition des Blocs préalablement à l'Offre⁴³ auprès des Cédants porte sur **33.311.459** Actions⁴⁴ :

Cédants	Nombre d'Actions cédées	Prix reçu (€)
Impala	15 000 000	630 000 000
AMS Industries	8 307 826	348 928 692
LOV Groupe Invest	2 474 544	103 930 848
EBM Trirhena AG	2 067 870	86 850 540
Xavier Caïtucoli	375 368	15 765 456
Crescendix	373 246	15 676 332
Crescendissimo	419 854	17 633 868
Luxempart	4 292 751	180 295 542
Total	33 311 459	1 399 081 278

Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Cédants bénéficient d'un droit de suite dans l'hypothèse où, jusqu'à douze mois après la Date de Réalisation, Total ou l'une de ses filiales, agissant ou non de concert, venait à acquérir des Actions en bourse ou de gré à gré, à un prix supérieur au Prix d'Offre (une « **Transaction Ulérieure** »).

⁴³ L'Offre est déclenchée par le franchissement par l'Initiateur des seuils de 30% et 50% du capital social et des droits de vote de la Société résultant de l'Acquisition des Blocs.

⁴⁴ Représentant 73,04% du capital au 30 juin 2018 (§ 2.2).

Ainsi, en cas de Transaction Ulérieure, Total s'est engagé à verser à chaque Cédant un montant égal à la différence positive entre le prix offert par la Transaction Ulérieure et le Prix d'Offre, multiplié par le nombre d'Actions transférées par le Cédant à Total (le « **Complément de Prix** »). Ce Complément de Prix bénéficie également aux actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

Le Mécanisme de Liquidité décrit ci-après (§ 2.5.2 et § 2.5.3), non assimilable à une Transaction Ulérieure, ne peut donner lieu au Complément de Prix susceptible d'être accordé aux actionnaires.

L'Avenant au Contrat d'Acquisition porte en substance sur l'ajustement du nombre d'Actions devant être conservées par M. Xavier Caïtucoli.

2.5.2. Accord de Rapprochement

L'Accord de Rapprochement, scellant les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur et la Cible jusqu'à la réalisation de l'Offre, comporte en annexes les Contrats de Liquidité dont bénéficient M. Xavier Caïtucoli⁴⁵, M. Fabien Choné et M. Sébastien Loux sur les Actions Indisponibles (le « **Mécanisme de Liquidité** »).

Les Actions Indisponibles s'entendent :

- des Actions Gratuites Indisponibles (§ 2.2.2) ;
- des Actions Sous-Jacentes Indisponibles (§ 2.2.3) ; et
- des Actions Indisponibles détenues par les Holdings Patrimoniales des mandataires sociaux, en l'occurrence uniquement Crescendix (§ 2.1.3).

2.5.3. Contrats de Liquidité et Avenants au Contrat de Liquidité

Les Contrats de Liquidité ancrent le Mécanisme de Liquidité sur les Actions Indisponibles sur un engagement ferme et irrévocable :

- des titulaires des Actions Indisponibles d'en céder chacun la totalité (la « **Promesse de Vente** ») ;
- de Total de les acquérir à compter de leur date de disponibilité définie ci-après (la « **Promesse d'Achat** ») ;

ensemble les « **Promesses** », étant précisé que les Promesses ne pourront être exercées qu'en cas de situation de liquidité insuffisante⁴⁶ des Actions Indisponibles.

⁴⁵ Directement et au travers de Crescendix, partie au Contrat de Liquidité concernant M. Xavier Caïtucoli.

⁴⁶ Aux termes du Contrat de Liquidité, la situation de liquidité insuffisante serait caractérisée en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ou d'une radiation des Actions du marché Euronext (§ 2.4), ou si le volume d'Actions échangé au cours des 20 jours de bourse précédant la date d'exercice de la Promesse, tel que calculé sur la base des informations publiées par Euronext Paris (ou toute plateforme de négociation équivalente assurant une cotation en continu), était inférieur à 0,04% de son capital social.

Pour chaque Action Gratuite Indisponible ou chaque Action Sous-Jacente Indisponible, la Promesse d'Achat pourra être exercée par le titulaire concerné au jour où l'Action Gratuite ou l'Action Sous-Jacente deviendra cessible du fait de la cessation de ses fonctions de mandataire social de la Société ou toute autre cause que ce soit (la « **Date de Disponibilité** ») ; dès lors :

- la Promesse d'Achat sera exercable pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date de disponibilité des Actions Indisponibles (la « **Période d'Exercice de la Promesse d'Achat** ») ;
- la Promesse de Vente sera exercable pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat (la « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente** »), uniquement si le bénéficiaire n'a pas exercé la Promesse d'Achat à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

Pour les Actions Indisponibles détenues par les Holdings Patrimoniales :

- la Promesse de Vente pourra être exercée par Total pendant une période de 60 jours calendaires à compter du 13 octobre 2018 ; et
- la Promesse d'Achat pourra être exercée par la Holding Patrimoniale concernée pendant une période de 60 jours calendaires à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente, uniquement si Total n'a pas exercé la Promesse de Vente à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente.

En cas d'exercice de l'une ou l'autre des Promesses, l'acquisition des Actions Indisponibles auprès de leurs détenteurs est stipulée à un prix d'exercice en numéraire (le « **Prix d'Exercice** ») défini comme suit :

- pour les Actions Indisponibles détenues par la Holding Patrimoniale Crescendix, le Prix d'Exercice sera de 42,0 € (égal au Prix d'Offre), avec le bénéfice du Complément de Prix ;
- pour les Actions Gratuites Indisponibles et les Actions Sous-Jacentes Indisponibles :
 - au prix de 42,0 € (égal au Prix d'Offre), avec le bénéfice du Complément de Prix, jusqu'au 17 avril 2019⁴⁷, première date anniversaire du Contrat de Liquidité signé le 17 avril 2018,
 - puis à un prix résultant de l'application de la formule suivante :

$$\text{Prix Moyen de l'Action Total} \times \text{Ratio} \times N$$

où :

« **Prix Moyen de l'Action Total** » désigne le prix moyen pondéré par les volumes de l'action ordinaire Total au cours des 20 jours de bourse précédant la date d'exercice de la Promesse exclue) calculé à partir des données publiées par Bloomberg⁴⁸ ;

⁴⁷ Soit une durée d'un an à compter de la signature du Contrat de Liquidité.

⁴⁸ En cas d'indisponibilité, temporaire ou définitive, des données Bloomberg, le Prix Moyen de l'Action Total sera calculé sur la base des données similaires publiées par Euronext.

« **Ratio** » désigne le prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre, soit 42,0 €, divisé par le prix moyen pondéré par les volumes de l'action ordinaire de Total au cours des 20 jours de bourse précédant la date de signature du Contrat d'Acquisition (exclue), soit 42,0 € / 47,26 € ;

« **N** » désigne le nombre d'Actions Indisponibles cédées dans le cadre de l'exercice d'une Promesse.

2.5.4. Actes de Résiliation

Les Actes de Résiliation mettent fin aux conventions d'assistance financière et d'animation existantes entre Direct Energie et deux des Cédants, en l'occurrence Impala SAS et AMS Industries.

Impala SAS et AMS Industries obtiendront le règlement des sommes qui leur sont dues *prorata temporis* sans indemnisation complémentaire.

2.6. Synergies et gains économiques

L'Opération permettra à Total d'accélérer son développement dans les domaines d'activité de Direct Energie, en atteignant plus rapidement que prévu la taille critique à la mesure de ses ambitions, et de poursuivre « *activement son développement dans la génération et la distribution d'électricité et de gaz en France et en Belgique*⁴⁹ ». « *Avec un portefeuille clients combiné qui atteint déjà plus de 4 millions de sites livrés en France et en Belgique, le nouvel ensemble vise désormais plus de 6 millions de sites livrés en France, et plus de 1 million en Belgique*⁵⁰ ».

L'adossement de Direct Energie à Total est de nature à favoriser son développement à l'international et dans le secteur des énergies renouvelables.

Les synergies ainsi envisagées à moyen terme⁵¹ du fait de l'Opération, sur l'ensemble des activités de Total dans le domaine de l'électricité, sans être évaluées de façon précise à ce stade, sont estimées annuellement entre 35 M€ et 40 M€⁵² et sur la prochaine décennie entre 250 M€ et 300 M€⁵³.

⁴⁹ Cf. communiqué de presse de Total, 18 avril 2018.

⁵⁰ Cf. communiqué de presse de Direct Energie, 18 avril 2018.

⁵¹ Postérieurement à 2019.

⁵² Pré-impôts.

⁵³ Montant cumulé avant impôts.

3. Présentation du Groupe

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), à établir un diagnostic à partir :

- d'informations réglementaires et sectorielles et de données de marché (§ 3.1 et § 3.2) ;
- de l'historique du développement et de la performance financière du Groupe (§ 3.3 et § 3.4) ;

afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur ses marchés (§ 3.5).

3.1. Caractéristiques des marchés de l'électricité et du gaz

3.1.1. Cadre législatif

Sous l'impulsion de l'Union Européenne, les marchés de l'énergie ont été marqués, depuis vingt ans⁵⁴, par la disparition progressive des monopoles publics portant sur la production, l'accès aux réseaux de transport et la fourniture au client final. Afin de favoriser l'émergence de nouveaux acteurs dans l'électricité, cette libéralisation s'est accompagnée en France d'une possibilité offerte aux fournisseurs alternatifs⁵⁵ de s'approvisionner en électricité d'origine nucléaire à un prix compétitif.

3.1.1.1. Réglementation du marché de l'électricité

Le marché de l'électricité français, en constante restructuration depuis les années 1990, a connu de nombreuses évolutions réglementaires. La loi du 10 février 2000, la loi du 7 décembre 2006 et la loi NOME font partie des mesures qui ont jalonné le processus complexe de transposition dans le droit français des décisions européennes :

- en prévoyant la séparation comptable et juridique des activités de production et d'acheminement de l'électricité, la loi du 10 février 2000⁵⁶ a autorisé des producteurs tiers à accéder au réseau de transport et de distribution et à adresser directement des clients éligibles⁵⁷ ;

⁵⁴ Directive européenne [92/96/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 19 décembre 1996 concernant des règles communes pour le marché intérieur de l'électricité, directive européenne [98/30/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 22 juin 1998 concernant des règles communes pour le marché intérieur du gaz naturel.

⁵⁵ Les fournisseurs alternatifs désignent les opérateurs de l'électricité ou du gaz qui ont émergé en concurrence, sur le marché français, aux fournisseurs historiques : EDF et les entreprises locales de distribution (pour l'électricité), Engie (anciennement GDF Suez), TEGAZ (groupe Total) et les entreprises locales de distribution (pour le gaz).

⁵⁶ LOI n° [2000-108](#) du 10 février 2000 relative à la modernisation et au développement du service public de l'électricité. EDF ne bénéficiait pas d'un monopole de production ; néanmoins les producteurs tiers devaient obligatoirement lui vendre leur électricité.

⁵⁷ Les clients éligibles peuvent choisir librement leur fournisseur d'électricité, par opposition aux clients non éligibles qui restent clients d'EDF ou de leur entreprise locale de distribution d'électricité. Les clients éligibles peuvent ainsi potentiellement bénéficier de tarifs plus avantageux.

- la loi du 7 décembre 2006⁵⁸, qui a permis aux clients particuliers de choisir librement leur fournisseur d'électricité, a signé l'aboutissement légal d'un processus d'ouverture graduelle du marché de la fourniture d'électricité entamé en février 1999 par l'éligibilité des clients professionnels les plus consommateurs d'électricité⁵⁹ ;
- la loi NOME⁶⁰, faisant suite aux imperfections de marché détaillées dans les travaux de la Commission Champsaur⁶¹, avait pour objectif l'ouverture réelle du marché de l'électricité français dans un contexte où l'opérateur historique EDF restait en situation de quasi-monopole. Pour favoriser la concurrence, la loi NOME a ainsi instauré le dispositif d'ARENH⁶², et a également prévu, avant la fin de l'année 2015, la modification des modalités de calcul des Tarifs Réglementés de Vente⁶³ (TRV) et la suppression des tarifs jaune et vert à destination des moyens et gros consommateurs industriels⁶⁴ :
 - l'ARENH a permis aux fournisseurs alternatifs d'accéder à l'énergie d'origine nucléaire d'EDF à un prix d'achat compétitif reflétant les coûts complets⁶⁵ de ses centrales ;
 - l'adoption d'une nouvelle méthode dite d'« empilement des coûts », tenant compte dans le calcul des TRV des contraintes d'approvisionnement des fournisseurs alternatifs, devait se traduire par une plus grande contestabilité de la position dominante d'EDF⁶⁶ ;
 - absent de la loi NOME, le TRV destiné aux petits consommateurs professionnels et aux particuliers, dit tarif bleu, ne semble plus remis en cause aujourd'hui⁶⁷.

⁵⁸ LOI n° [2006-1537](#) du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie.

⁵⁹ Il s'agit de sites industriels ayant une consommation annuelle d'électricité supérieure à 100 GWh. En juin 2000, les sites industriels ayant une consommation annuelle supérieure à 16 GWh deviennent éligibles, puis en février 2003 ceux dont la consommation est supérieure à 7 GWh. En juillet 2004, toutes les entreprises ou collectivités locales sont concernées.

⁶⁰ LOI n° [2010-1488](#) portant « Organisation du Marché de l'Electricité », promulguée le 7 décembre 2010 et entrée en application le 1er juillet 2011.

⁶¹ [Rapport](#) de la commission sur l'organisation du marché de l'électricité, avril 2009. La Commission Champsaur avait été mise en place en 2008 pour apprécier les effets de la mise en application de la loi du 7 décembre 2006. Cette commission avait constaté les difficultés pour les fournisseurs alternatifs de proposer des offres compétitives par rapport à EDF, opérateur historique bénéficiant par rapport à l'ensemble de ses concurrents européens d'une compétitivité prix importante, sa production étant principalement d'origine nucléaire.

⁶² L'ARENH ou droit d'Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique produite par EDF, dont les principes sont fixés dans la loi NOME, est transitoire, puisqu'il a vocation à être supprimé en 2025 et limité en volume (100 TWh par an soit le quart de la production d'EDF). Le volume d'achat accordé à chaque fournisseur alternatif est déterminé en fonction de son nombre de clients et de ses perspectives de croissance.

⁶³ Jusqu'au 31 décembre 2015, 3 tarifs différents (verts, jaune et bleus) coexistaient selon la puissance souscrite.

⁶⁴ Il s'agit des consommateurs dont la puissance souscrite, mesurée au compteur, est supérieure à 36 kVA.

⁶⁵ Le prix d'achat, fixé depuis le 1er janvier 2012 à 42 €/MWh, tient compte notamment des coûts de fonctionnement, de maintenance, de mise en sécurité, de démantèlement et de recyclage des déchets supportés par les centrales nucléaires (Code de l'énergie, article [L337-14](#)).

⁶⁶ Décret n°[2014-1250](#) du 28 octobre 2014 entré en vigueur au 1er novembre 2014, modifiant le décret n°[2009-975](#) du 12 août 2009 ; [Communiqué](#) de l'Autorité de la Concurrence, 15 octobre 2014 : « La nouvelle méthode de calcul additionnera quatre composantes de coûts supportées par EDF pour la fourniture de ces tarifs : le coût de l'accès à l'électricité nucléaire historique (ARENH), le coût du complément d'approvisionnement en électricité - hors nucléaire - basé sur les tarifs de gros du marché à terme constatés, les coûts d'acheminement de l'électricité déterminés en fonction des tarifs d'utilisation des réseaux publics d'électricité (TURPE) et les coûts de commercialisation de l'électricité. Cette nouvelle méthode de calcul doit permettre de mettre les fournisseurs alternatifs en situation de concurrencer les TRV, ceux-ci étant fixés à un niveau compatible avec les coûts supportés par les concurrents d'EDF ».

⁶⁷ Les Echos, [18 mai 2018](#).

3.1.1.2. Réglementation du marché du gaz

Le marché français du gaz a connu un processus réglementaire d'ouverture à la concurrence similaire à celui observé sur le marché de l'électricité :

- la loi du 3 janvier 2003⁶⁸ a rompu le monopole d'importation et de distribution du gaz par Gaz de France (GDF). Des fournisseurs alternatifs peuvent injecter du gaz sur le réseau et le vendre aux clients éligibles ;
- la loi du 7 décembre 2006⁶⁹, qui avait acté l'éligibilité de tous les clients aux offres de marché pour l'électricité, prévoyait également l'ouverture à la concurrence de la fourniture de gaz pour l'ensemble des consommateurs ;
- au 1^{er} janvier 2016, les TRV du gaz ont également été supprimés pour les « moyens » et « gros » clients professionnels en commençant, comme pour l'électricité, par les sites les plus consommateurs⁷⁰ ;
- à la différence du tarif bleu de l'électricité, les TRV du gaz pour les petits professionnels et les clients particuliers pourraient être supprimés à l'horizon 2023⁷¹.

3.1.2. Le marché de l'électricité

3.1.2.1. Fonctionnement du marché

Le marché de l'électricité comprend un marché de gros et un marché de détail pour partie concurrentiels et pour partie régulés⁷² :

- la vente en gros de l'électricité et de garanties de capacités⁷³ s'effectue sur des places de marché⁷⁴, de gré à gré entre producteurs et fournisseurs, et donne également lieu à des activités de *trading*. L'émergence d'un marché à terme efficient et de producteurs alternatifs à EDF reste néanmoins freinée par le dispositif d'ARENH et l'existence en Europe de surcapacités⁷⁵ ;

⁶⁸ LOI n° [2003-8](#) du 3 janvier 2003 relative aux marchés du gaz et de l'électricité et au service public de l'énergie.

⁶⁹ LOI n° [2006-1537](#) du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie.

⁷⁰ Au 1^{er} janvier 2016, les sites non résidentiels dont la consommation est supérieure à 30 MWh/an, les syndicats de copropriété dont la consommation annuelle est supérieure à 150 MWh/an, les entreprises locales de distribution dont la consommation est inférieure à 100 GWh/an. A fin 2017, 73 000 « petits » consommateurs professionnels restent concernés par un tarif réglementé de vente ([Observatoire](#) de la CRE).

⁷¹ Libération, [27 mars 2018](#).

⁷² Rapport public annuel 2015, Cour des Comptes, [février 2015](#). Selon la Cour des Comptes, l'ouverture du marché de l'électricité à la concurrence est une « construction inaboutie ».

⁷³ Les fournisseurs, qui ont depuis le 1^{er} janvier 2017 l'obligation de garantir l'approvisionnement de leurs clients en pointe, achètent des certificats de capacité, validés par Réseau de Transport d'Électricité (RTE) auprès des producteurs dans le cadre du mécanisme de capacité.

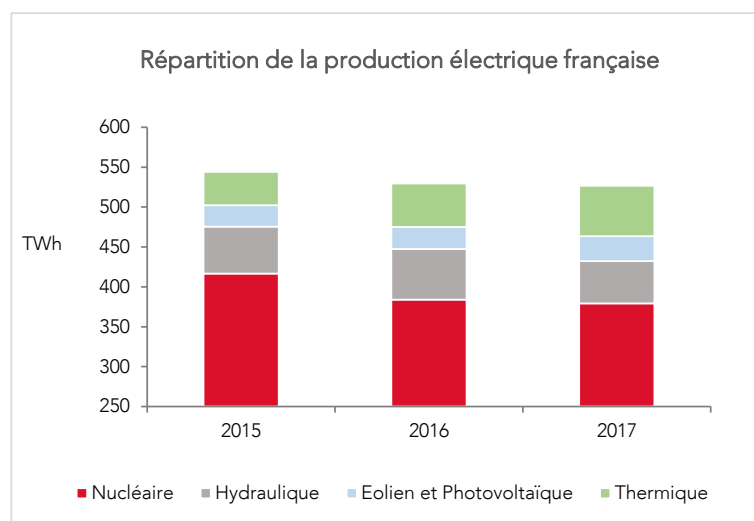
⁷⁴ Il s'agit de l'Epex Spot France pour les produits spot, et de l'EEX Power Derivatives pour les produits à terme. L'électricité ne se stockant pas, le prix spot, très volatil, est fixé la veille pour livraison le lendemain. Les prix à terme, moins volatils, entrent dans la définition du prix au détail ([DDR 2017](#)). Les certificats de capacité sont échangés lors d'enchères sur l'Epex.

⁷⁵ Exception faite des installations d'énergies renouvelables (EnR) pour lesquelles une obligation d'achat a été prévue dans le droit français dès 2000 (décret n° [2000-1196](#) du 6 décembre 2000). Cette obligation d'achat prévoit que certains producteurs d'énergies renouvelables bénéficient, pendant 15 à 20 ans, d'une obligation d'achat de leur production par EDF et par les entreprises locales de distribution (ELD) à un prix réglementé. La différence entre le prix d'achat et le prix de marché est compensée par la Contribution au Service Public de l'Électricité (CSPE). En 2015, la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LOI n° [2015-992](#) du 17 août 2015) a

- les prix proposés par les fournisseurs historiques ou alternatifs aux clients finaux intègrent les coûts supportés par les gestionnaires des réseaux de transport⁷⁶. Le TRV bleu reste un tarif directeur autour duquel sont construites les offres des fournisseurs alternatifs aux particuliers.

3.1.2.2. Chiffres clés et évolutions récentes

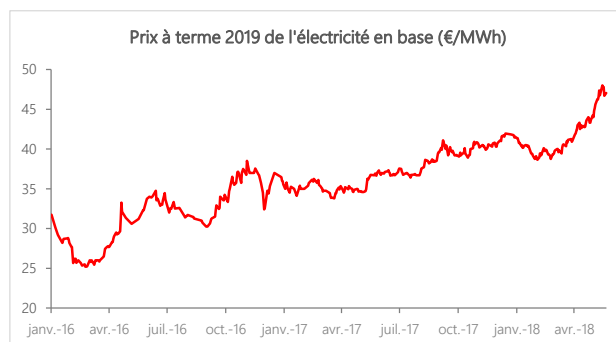
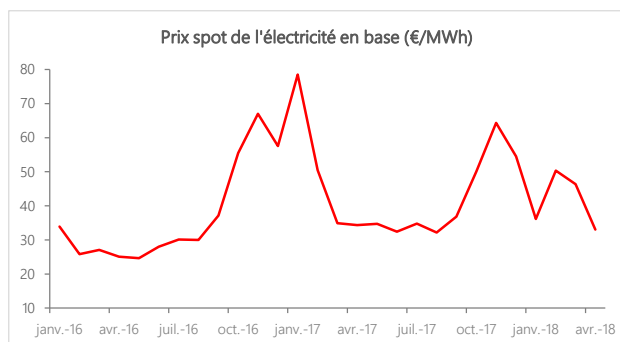
La production d'électricité sur le territoire national (518 TWh en 2017) diminue depuis 2015 sous l'effet d'une moindre utilisation du parc nucléaire⁷⁷. Cette baisse est en partie compensée par l'augmentation de la part dans la production d'énergie de l'éolien et du photovoltaïque dont la puissance installée progresse sous l'effet des dispositifs incitatifs :



introduit le mécanisme de complément de rémunération visant à compenser la différence entre le prix de cession de l'électricité sur le marché de gros et un niveau de rémunération fixé par arrêté tarifaire et dépendant du type d'installation.

⁷⁶ Les gestionnaires des réseaux de transport (RTE, Enedis et les ELD), monopoles naturels ayant une mission de service public, sont rémunérés au travers du TURPE, fixé par la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE), autorité indépendante chargée de garantir le bon fonctionnement des marchés français de l'énergie au bénéfice du consommateur.

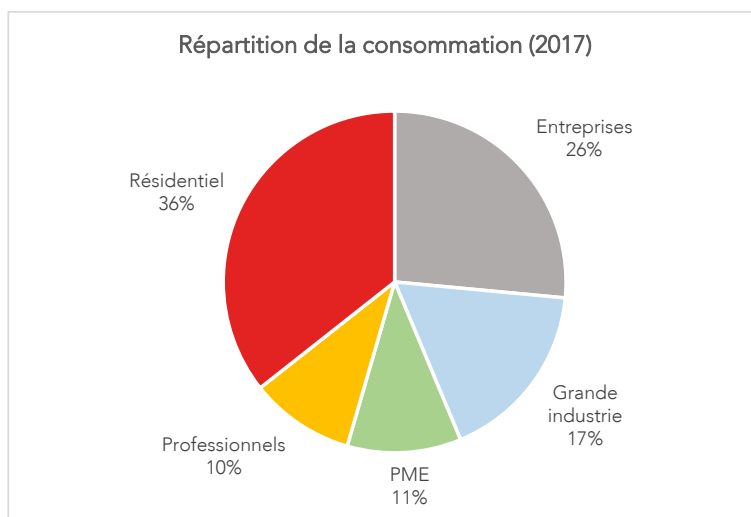
⁷⁷ La production totale diminue de 3,5% entre 2015 et 2017 (base de données [Pégase](#)). Elle se décompose en production d'origine nucléaire, à partir des énergies fossiles (charbon, gaz, fioul) et renouvelables (hydraulique, éolien et photovoltaïque). L'arrêt prolongé de réacteurs et la faible pluviométrie ont entraîné une baisse de la production nucléaire et hydraulique en 2017. Les puissances installées (éolien et photovoltaïque) progressent de 2,8 GW en 2017 ([RTE](#), l'Électricité renouvelable en France au 31 décembre 2017).



Consécutivement à cette tendance baissière, le prix de gros spot de l'électricité a augmenté de 22% en 2017, ceci se traduisant par une augmentation des prix à la consommation de 0,4%⁷⁸ et du tarif bleu de 1,7% :

Les prix à terme sont également orientés à la hausse pour 2019 et 2020.

La consommation électrique française, qui repose essentiellement sur la production intérieure, se partage entre les besoins du secteur marchand (64% en 2017) et l'usage domestique (36%)⁷⁹ :



Elle est également en repli depuis 2014⁸⁰, sous l'effet des progrès réalisés dans l'isolation des bâtiments, la performance énergétique des équipements ainsi que suite au recul de la production industrielle. Cette évolution devrait se confirmer avec une diminution additionnelle de la consommation de l'ordre de 2% en 2018⁸¹.

⁷⁸ Xerfi, Le marché et la filière de l'électricité en France, 2017.

⁷⁹ Bilan électrique 2017, RTE.

⁸⁰ La consommation primaire corrigée du climat s'établit en 2017, hors secteur de l'énergie, à 421 TWh, correspondant à un plus bas depuis 2005 (base de données [Pégase](#)).

⁸¹ Xerfi, Le marché et la filière de l'électricité en France, 2017.

3.1.2.3. Environnement concurrentiel

La filière reste marquée par la prééminence d'EDF à tous les niveaux de la chaîne de valeur⁸². Néanmoins, de nombreux acteurs ont fait leur entrée dans le sillage de l'ouverture à la concurrence. Une quinzaine d'opérateurs se disputent aujourd'hui l'essentiel des marchés de la production et de la fourniture d'électricité :

- hormis EDF, la production est essentiellement le fait de groupes énergétiques de taille significative (les français Engie, Total⁸³ et Direct Energie dans une moindre mesure, l'allemand Uniper) qui produisent eux-mêmes tout ou partie de leur électricité, et de *pure players* des énergies renouvelables (l'anglais RES Group, les français Akuo, Albioma, Voltalia ou Valorem) ;
- la fourniture d'électricité est dominée par les mêmes grands groupes énergétiques, de nombreux acteurs parmi les fournisseurs nationaux se concentrant sur un ou plusieurs segments de marché⁸⁴ ;
- les fournisseurs alternatifs développent des offres se différenciant par le prix, les services associés ou la source d'énergie⁸⁵. Longtemps freinées par la faible information du consommateur, les parts de marché des fournisseurs alternatifs s'établissent à fin 2017 à 15,5% de la consommation des clients résidentiels et à 38,7% de celle des clients professionnels⁸⁶ ;
- le panorama concurrentiel a beaucoup évolué depuis l'été 2017, avec l'entrée sur le marché de Butagaz en septembre et en fin d'année de Total et Cdiscount.

⁸² En amont de la filière, EDF a produit au travers de ses centrales nucléaires plus de 70% de l'électricité consommée en France en 2017 ; EDF est par ailleurs un acteur de premier plan des énergies renouvelables. Dans la fourniture, EDF regroupait à fin 2016 85% des clients finaux et vendait 70% de l'électricité en volume. EDF a également un rôle prépondérant dans l'acheminement de l'électricité via ses filiales RTE et Enedis.

⁸³ Total détient, depuis septembre 2017, 23% du producteur éolien Eren (Reuters, [19 septembre 2017](#)).

⁸⁴ [Observatoire](#) de la CRE. Les fournisseurs nationaux proposent leurs offres dans au moins 90% des communes métropolitaines. Certains fournisseurs ne distribuent des offres qu'à destination de certaines catégories de clients professionnels (Uniper, Alpiq, Enalp par exemple) ou des clients particuliers (Mint Energy, Plum, Butagaz, Cdiscount ou encore Total Spring).

⁸⁵ Les fournisseurs alternatifs ont mis en place des offres tarifaires à prix fixe, indexées sur les TRV ou sur différents indicateurs (prix spot, prix du pétrole ou du gaz) fonction du profil de consommation, et des programmes de fidélisation (*cash back*, parrainage,...). La différenciation passe également par l'« expérience utilisateur » (parcours client simplifié, possibilité de suivre et d'optimiser en ligne sa consommation). La plupart des fournisseurs commercialisent des offres d'électricité verte au même prix ou moins chères que l'électricité classique, et certains, plus rares, des offres en circuit court au travers d'une production locale.

⁸⁶ [Observatoire](#) de la CRE. La suppression des tarifs jaune et vert au 31 décembre 2015 a permis aux fournisseurs alternatifs de gagner des parts de marché (Les Echos, [9 mars 2017](#)).

3.1.3. Le marché du gaz

3.1.3.1. Fonctionnement du marché

Le gaz consommé en France, très majoritairement importé, est transporté, stocké et distribué par des opérateurs de service public⁸⁷. Les fournisseurs sont ainsi responsables de l'approvisionnement et de la vente de gaz au détail, mais pas de son acheminement :

- l'approvisionnement des fournisseurs en gaz naturel passe par des contrats de gré à gré⁸⁸, dans lesquels le prix du gaz est historiquement indexé sur celui des produits pétroliers⁸⁹, ou est négocié sur des places de marché⁹⁰ ;
- le prix de vente de détail couvre, au travers des tarifs ATRD⁹¹ et ATTM⁹², les coûts de fonctionnement et de maintenance des gestionnaires de réseaux et des terminaux méthaniers⁹³.

3.1.3.2. Chiffres clés et évolutions récentes

La consommation de gaz en 2017 s'est élevée à 484 TWh (-1,3%) après avoir crû de 9% en 2016 à 491 TWh⁹⁴ :

- une hausse modérée de l'usage du gaz dans la production d'électricité et la forte baisse de la consommation du résidentiel et du tertiaire, que la reprise des activités industrielles n'a pas suffi à compenser, expliquent en grande partie cette évolution ;
- l'usage domestique⁹⁵ et la production d'électricité via les centrales à cycle combiné au gaz représentent la moitié de la consommation totale.

⁸⁷ Le gaz naturel est principalement importé depuis la Norvège (46% en 2017), la Russie (21%), les Pays-Bas (11%) et l'Algérie (10%) (base de données [Pégase](#)). La production de gaz naturel sur le sol français est très réduite et vouée à s'éteindre définitivement en 2040 (loi n°[2017-1839](#) du 30 décembre 2017 mettant fin à la recherche ainsi qu'à l'exploitation des hydrocarbures). Seule se développe en France l'activité, encore confidentielle, de méthanisation à partir de la biomasse. Le gaz est importé, soit par des gazoducs, soit par bateaux et transports terrestres si sa forme est liquide ; il est ensuite transporté par gazoducs, dont l'exploitation a été confiée à deux opérateurs (GRT gaz, filiale d'Engie, et Téréga, anciennement TIGF), puis stocké dans des cuves, nappes aquifères et cavités salines (Storengy et TIGF sont les deux exploitants). La distribution au client final, via un réseau de conduites souterraines, est assurée par GRDF (filiale d'Engie) et 22 entreprises locales de distribution (non nationalisées) (Xerfi, *Le marché et la filière du gaz en France*, 2017 ; [DDR 2017](#)).

⁸⁸ Ces contrats représentaient en volume 79% des approvisionnements en 2016.

⁸⁹ Les produits dérivés du pétrole (fioul, gasoil) sont des alternatives à l'utilisation du gaz naturel.

⁹⁰ [DDR 2017](#). Ces différentes places de marché européennes (PEG Nord, PEG Sud, TIGF en France, NBP au Royaume-Uni, TTF aux Pays-Bas,...) permettent aux fournisseurs de réaliser des arbitrages.

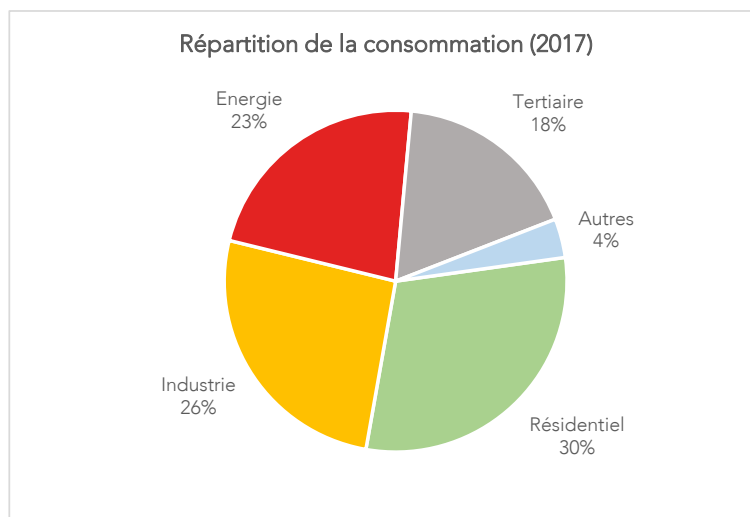
⁹¹ Accès des Tiers aux Réseaux de Distribution.

⁹² Accès des Tiers aux Terminaux Méthaniers.

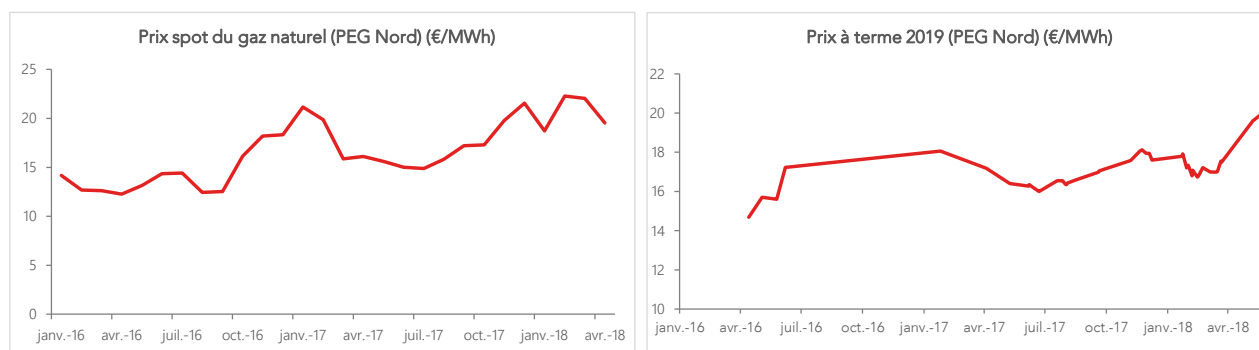
⁹³ Site internet de la [CRE](#).

⁹⁴ Base de données [Pégase](#).

⁹⁵ Xerfi, *Le marché et la filière du gaz en France*, 2017.



Hors production d'électricité, des gains en matière énergétique et le déploiement d'équipements plus performants devraient entraîner une baisse régulière de la consommation de gaz au cours des prochaines années^{96 97} :



Tirés par la demande mondiale, les prix de gros du gaz européen ont fortement progressé en 2017, ce qui a impacté les clients professionnels en offre de marché. Les prix à la consommation pour les particuliers ont néanmoins poursuivi leur baisse, les TRV présentant dans leur construction un décalage temporel⁹⁸.

3.1.3.3. Environnement concurrentiel

L'ouverture du marché de la fourniture de gaz, qui a conduit à l'apparition d'une trentaine d'acteurs concurrents d'Engie, a jusqu'ici principalement bénéficié à certains grands groupes énergétiques intégrés⁹⁹.

⁹⁶ Bilan prévisionnel pluriannuel gaz [2017](#). Les gestionnaires des réseaux de distribution et de transport prévoient une diminution annuelle de la consommation de gaz, hors production électrique, de 1,2% par an jusqu'en 2035. La Réglementation Thermique 2012, en imposant un seuil maximal de consommation énergétique dans le neuf, incite néanmoins à l'installation d'équipements de chauffage au gaz plutôt qu'électriques.

⁹⁷ Le PEG Nord est le plus important des trois points virtuels d'échange de gaz du réseau de transport de gaz français (PEG Nord, PEG Sud, TIGF).

⁹⁸ Les cours du gaz ont augmenté de 23% sur le PEG Nord et de 30% sur le National Balancing Point (Bloomberg). Au niveau mondial, la reprise de la production manufacturière et le choix de pays comme la Chine de réduire leur empreinte carbone (report de la consommation de charbon et de pétrole vers le gaz) ont entraîné une tension sur l'offre. Les prix au détail pour les clients professionnels ont augmenté de 7%, tandis que les tarifs pour les particuliers ont diminué de 0,5% (toutes tranches confondues) (Xerfi).

⁹⁹ La [CRE](#) recense 34 fournisseurs nationaux à fin 2017. Engie conservait, à fin 2016, 35% de parts de marché en

A l'instar du marché de l'électricité, les fournisseurs alternatifs cherchent des relais de croissance, en proposant notamment des offres centrées sur l'efficacité énergétique et/ou sur la qualité des prestations de service. Les stratégies de conquête de certains segments de clientèle cible s'appuient entre autres sur la transformation digitale de l'expérience client. Les opérateurs de l'électricité et du gaz commercialisent également des offres couplées.

3.2. Positionnement de Direct Energie sur ses marchés

En ayant mis très tôt sur une stratégie d'innovation dans la relation et l'expérience client et activement contribué à l'évolution de la réglementation (§ 3.3), Direct Energie est parvenu à se hisser, aux côtés des grands énergéticiens, parmi les principaux concurrents d'EDF et d'Engie dans la fourniture d'énergie en France.

Fort de ce succès, Direct Energie a étendu son offre à la Belgique en 2014, et procède depuis 2015 à une remontée de la chaîne de valeur en intégrant à son périmètre des outils de production existants et en cours de développement (§ 3.3). Pour tenir compte de ce nouvel ensemble, Direct Energie est aujourd'hui organisé en deux segments opérationnels, l'activité Commerce et l'activité Production :

- L'activité **Commerce**, déployée en France et en Belgique¹⁰⁰, correspond aux métiers historiques de négoce et de fourniture en énergie aux particuliers et aux professionnels :
 - le Groupe a façonné très tôt son image de marque autour de l'excellence de ses pratiques en matière de relation client. La vente d'énergie s'accompagne ainsi, selon la catégorie de clientèle ciblée, de services à valeur ajoutée existants ou en cours de développement, dont le dénominateur commun est l'amélioration de l'expérience client à travers la simplification du parcours utilisateur, l'accompagnement dans la définition des besoins et l'assistance. Ceci se traduit en interne par la mise en place de *best practices*¹⁰¹. L'effort commercial, qui s'appuie encore sur les canaux dématérialisés historiques et les campagnes media, s'est accentué avec la mise en place d'une stratégie multicanale d'appels sortants et de partenariats avec des acteurs du logement et de la distribution physique¹⁰² ;
 - le négoce d'énergie, confié à une direction dédiée, consiste à couvrir, sur les marchés ou par des achats de gré à gré, les volumes consommés par les clients finaux et pour ce faire, également à optimiser l'utilisation des actifs, notamment de production, du Groupe.

volume, quand ses 5 premiers challengers (EDF, ENI, Total, Equinor et Gas Natural Fenosa) réalisaient 38% des ventes (Xerfi).

¹⁰⁰ Direct Energie Belgium, filiale du Groupe, opère depuis 2014 en Belgique. Elle distribue deux offres d'électricité et de gaz à destination des particuliers et de certaines catégories de professionnels (au compteur relevé annuellement). L'entité, qui à fin 2017 totalisait 57.830 sites clients, dispose en interne d'une équipe commerciale et marketing et d'un service client. Les autres fonctions, notamment le négoce, sont centralisées au siège.

¹⁰¹ Le Groupe a mis en place, au travers d'équipes support dédiées, des processus de transformation agile de son organisation passant par l'optimisation des processus, la formation des conseillers de clientèle, et l'écoute de la voix du client (Les Echos, [2 mai 2018](#))

¹⁰² Direct Energie a notamment conclu des partenariats avec Foncia et Bouygues Telecom ([DDR 2017](#)).

- L'activité **Production** est née de l'ambition du Groupe de diminuer son exposition à la variation des prix de gros de l'électricité et de proposer à ses clients un mix énergétique durable et compétitif, en ligne avec les objectifs de la transition énergétique :
 - le Groupe a repris en France en 2015 puis en Belgique en 2016 deux centrales à Cycle Combiné au Gaz Thermique (CCGT) de construction récente développant une capacité totale de l'ordre de 800 MW : Bayet dans l'Allier et Marcinelle à Charleroi¹⁰³. Il développe également, en partenariat avec Siemens, un projet équivalent à Landivisiau en Bretagne dont la viabilité est confortée par une aide d'État au titre du mécanisme de capacité¹⁰⁴. Ce projet vise à porter la capacité du Groupe dans la production thermique à 1.200 MW ;
 - en 2017 le rachat de la société [Quadran](#), acteur diversifié des énergies renouvelables ou « énergies vertes »¹⁰⁵ en France et dans les DOM-TOM¹⁰⁶, a permis au Groupe de prendre pied dans un secteur d'activité amené à remplacer progressivement la production provenant des énergies fossiles. Quadran étant une société de projets, la puissance installée du Groupe dans le renouvelable (550 MW¹⁰⁷ à fin 2017) a vocation à croître dans les prochaines années avec le développement de cette entité.

Fort d'un portefeuille de 2,6 millions de clients, le Groupe a réalisé à fin décembre 2017 un chiffre d'affaires consolidé de 1,97 Md€, en croissance de 16,2% (§ 3.4.1), avec un effectif de 625 salariés¹⁰⁸.

¹⁰³ En décembre 2015, Direct Energie a repris auprès du suisse Alpiq la centrale située à Bayet dans l'Allier (408 MW de capacité installée, mise en service en 2011) pour 45 M€ ; un an plus tard, le Groupe a finalisé auprès d'Eni l'acquisition de la centrale de Marcinelle en Belgique (puissance de 400 MW, mise en service en 2012) pour 30,6 M€. Ces deux centrales ont produit 3 TWh en 2017 contre 2,4 TWh en 2016. Les CCGT entrent en fonctionnement en cas de hausse de la consommation, en complément de la production de base réalisée par les centrales nucléaires et les énergies renouvelables ([site internet](#) du Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire).

¹⁰⁴ Issu des dispositions du [Pacte Electrique Breton](#), le « Projet Landivisiau » prévoit la construction d'une CCGT d'une puissance nette de 446 MW. Ce projet sera doté par l'État d'une prime de capacité annuelle de 94 K€ par MW qui viendra compléter les revenus de la vente d'électricité. Le Groupe estime pouvoir débiter les travaux à la fin de l'année 2018 pour une mise en service à l'issue d'un délai minimal de trente mois, hors recours éventuels.

¹⁰⁵ Éolien, solaire, biogaz/biomasse, hydro.

¹⁰⁶ En octobre 2017, Direct Energie a procédé à l'acquisition, pour un montant de 396 M€ (y inclus la part du complément de prix reconnue à la date du *closing*), de 100% des titres composant le capital de Quadran, l'un des principaux développeurs et exploitants pour compte propre d'installations de production d'électricité renouvelable en France métropolitaine et en Outre-Mer. À fin 2017, les 190 centrales de Quadran ont produit 0,7 TWh d'électricité.

¹⁰⁷ Dont éolien pour 368 MW et solaire pour 155 MW (biomasse et hydraulique n'étant pas significatifs). Quadran disposait également à fin 2017 d'un portefeuille de projets représentant 2.000 MW ([DDR 2017](#)).

¹⁰⁸ Présentation des résultats annuels [2017](#).

3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement de Direct Energie

Le Groupe, qui procède de la fusion des fournisseurs alternatifs concurrents Poweo et Direct Energie et de plusieurs acquisitions récentes, s'est développé depuis sa création en 2002 au rythme des évolutions réglementaires :

- 2002 : création de Poweo ;
- 2003 : création de Direct Energie et lancement de l'activité de fourniture d'électricité aux clients éligibles ;
- 2004 : introduction de Poweo sur le marché libre dans le cadre d'une levée de fonds de 10,5 M€ ;
- 2005 : transfert de Poweo sur Alternext et levée de fonds de 58,4 M€ ;
- 2006 : Impala SAS (anciennement Louis Dreyfus) souscrit à une augmentation de capital de Direct Energie et devient son actionnaire de référence ;
- 2007 : Direct Energie obtient gain de cause auprès de l'Autorité de la Concurrence, qui valide un dispositif d'accès à l'électricité d'origine nucléaire¹⁰⁹ pour les fournisseurs alternatifs ; nouvelle levée de fonds de Poweo pour un montant de 150 M€ ;
- 2008 : première « enchère EDF » d'électricité nucléaire ; entrée d'EBM au capital de Direct Energie ;
- 2009 : lancement par Direct Energie de son offre gaz ;
- 2011 : rachat par Direct Energie de 46% du capital de Poweo ; entrée en vigueur du dispositif d'ARENH ;
- 2012 : fusion-absorption de Direct Energie par Poweo ; suite à la demande initiée par Direct Energie auprès du comité de règlement des différends et des sanctions, la part acheminement des impayés sur le réseau de distribution n'est plus à la charge des fournisseurs¹¹⁰ ; le nouvel ensemble totalise 1 million de clients ;
- 2013 : lancement de l'offre « Online » ;
- 2014 : début des opérations en Belgique ; le Groupe réalise avec succès le placement de deux emprunts obligataires pour un montant total de 55 M€ ; la saisine de l'Autorité de la Concurrence par Direct Energie aboutit à l'accès des fournisseurs alternatifs aux fichiers clients d'Engie¹¹¹ ;
- 2015 : acquisition de la centrale de Bayet ; le Groupe rassemble 1,6 million de clients ;
- 2016 : acquisition de la centrale de Marcinelle et nouveau financement obligataire de 68 M€ ; le Groupe détient un portefeuille de 2,1 millions de clients ;
- 2017 : dans le cadre de l'acquisition de Quadran, augmentation de capital pour un montant de 130 M€ et souscription à un crédit syndiqué de 230 M€.

¹⁰⁹ Décision n° [07-MC-04](#) du 28 juin 2007.

¹¹⁰ Décision n° [05-38-10](#) du 17 décembre 2012.

¹¹¹ Décision n° [14-MC-02](#) du 9 septembre 2014.

3.4. Analyse historique de la performance de Direct Energie

Les données présentées ci-après sont issues des comptes consolidés établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS (§ 4.1.1).

À ce jour, les derniers comptes consolidés publiés par Direct Energie sont ceux de l'exercice clos le 31 décembre 2017.

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la rentabilité du Groupe, exprimées en chiffre d'affaires, Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA¹¹²) et Résultat d'Exploitation (EBIT¹¹³), ont connu l'évolution suivante depuis 2015^{114 115} :

Compte de résultat			
M€	déc.-15	déc.-16	déc.-17
	12m	12m	12m
Chiffre d'affaires	1 016,5	1 692,4	1 966,3
Variation		66,5%	16,2%
Coût des ventes	(868,1)	(1 458,7)	(1 678,9)
Marge Brute	148,5	233,8	287,4
% chiffre d'affaires	14,6%	13,8%	14,6%
Charges de personnel	(26,4)	(34,6)	(40,0)
Autres produits opérationnels	11,4	12,6	43,0
Autres charges opérationnelles	(77,0)	(95,9)	(150,3)
EBITDA	56,5	115,9	140,1
% chiffre d'affaires	5,6%	6,9%	7,1%
Dotation aux amortissements et provisions	(22,5)	(29,2)	(38,1)
EBIT	34,0	86,8	102,1
% chiffre d'affaires	3,3%	5,1%	5,2%

Source : Société

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Le Groupe a bénéficié sur la période 2015-2017 d'une dynamique commerciale marquée par une augmentation de sa base clients¹¹⁶ et de la stratégie récente d'intégration amont (§ 3.3) :

- au cours de l'exercice 2016, le Groupe a enregistré une hausse significative du nombre de sites professionnels, sous l'effet de la disparition des TRV au 1^{er} janvier 2016. Cette progression auprès de clients plus consommateurs que les particuliers s'est traduite par une hausse importante des volumes livrés¹¹⁷ ;

¹¹² Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou **Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization (EBITDA)**.

¹¹³ Résultat d'exploitation (REX) ou Résultat opérationnel courant (ROC) ou *Earnings Before Interests & Taxes (EBIT)*.

¹¹⁴ La période d'observation triennale 2015-2017 met en évidence l'incidence de la suppression des TRV pour les professionnels au 1^{er} janvier 2016.

¹¹⁵ La norme IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés des contrats conclus avec des clients », qui entre en application à compter du 1^{er} janvier 2018, a pour conséquence de ne plus reconnaître en chiffre d'affaires (et dans le coût des ventes pour le même montant) les prestations d'acheminement effectuées par les gestionnaires de réseau et refacturées au client final ; ces prestations, incluses dans le chiffre d'affaires 2017, s'élèvent à 825 M€. Cette norme n'a pas d'impact sur les niveaux de Marge Brute et de trésorerie du Groupe.

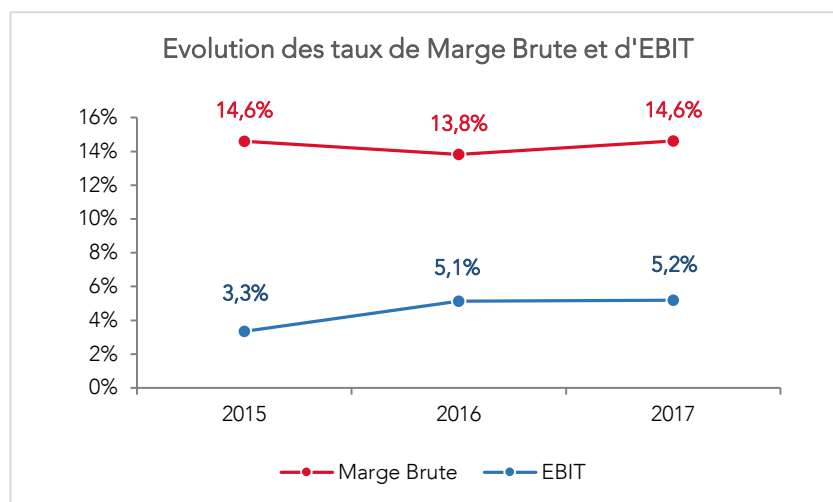
¹¹⁶ Le Groupe détient 2,6 millions de sites clients à fin 2017 (§ 3.2) versus 1,2 millions à fin 2014.

¹¹⁷ [DDR 2016](#).

- le segment production croît également avec les contributions en année pleine de Bayet (à partir de 2016), Marcinelle (à partir de 2017) et l'intégration de Quadran au cours du quatrième trimestre 2017.

3.4.1.2. Rentabilité opérationnelle

Les taux de Marge Brute et d'EBIT consolidés du Groupe ont évolué comme suit sur la période 2015-2017 :



- Le taux de Marge Brute reste relativement stable grâce à la maîtrise des coûts directs et à la croissance de l'activité Production :
 - en 2015 et 2016, des prix de marché de l'électricité et du gaz favorables ont permis au Groupe d'optimiser ses conditions d'approvisionnement dans un contexte de hausse des volumes vendus. Le Groupe a également bénéficié de l'augmentation « nette » des TRV de l'électricité¹¹⁸, et de la progression de la contribution à la marge de la centrale de Bayet¹¹⁹ ;
 - en 2017, la croissance du taux de marge brute est essentiellement imputable à l'activité Production¹²⁰.
- La maîtrise de l'évolution globale des charges d'exploitation se traduit par une augmentation du niveau de marge d'EBIT :
 - en 2016 : la rentabilité augmente malgré une hausse des dépenses marketing, des charges de personnel et des prestations externes, du fait de l'effort commercial associé à la fin des TRV et au renforcement du service client ;

¹¹⁸ Les TRV aux particuliers ont augmenté de 2% en net (+2,5% au 1^{er} août 2015 ; (0,5%) au 1^{er} août 2016).

¹¹⁹ La contribution de la centrale de Bayet s'élève à 9,2 M€ en 2016, portée par un contexte de marché favorable aux centrales thermiques gaz ([DDR 2016](#)).

¹²⁰ Le Groupe procède à des cessions internes à prix de marché. Dans un contexte de prix favorables, l'activité Production a ainsi généré une marge brute de 60,2 M€ en 2017 ; les centrales de Bayet et de Marcinelle contribuent à la marge à hauteur respectivement de 34,9 M€ et 14,8 M€, Quadran à hauteur de 10,5 M€.

- en 2017 : la diminution de l'EBIT de l'activité Commerce¹²¹ est compensée par la contribution en année pleine des centrales de Bayet et Marcinelle¹²² ;
- le Groupe a bénéficié en 2016 et 2017 de contributions non récurrentes liées notamment au règlement de contentieux, à hauteur respectivement de 21,6 M€ et 31,8 M€. Retraités de ces éléments non récurrents, les taux d'EBITDA de l'activité Commerce s'établiraient respectivement à 6,0% et 3,9% en 2016 et 2017 (contre 7,3% et 5,6% après prise en compte des éléments non récurrents).

3.4.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit à la clôture des exercices 2016 et 2017¹²³ :

Bilan		
M€	déc.-16	déc.-17
Goodwill	-	220,9
Immobilisations incorporelles	50,2	70,2
Immobilisations corporelles	76,2	718,2
Immobilisations financières (hors actifs de financement)	2,8	61,3
Besoin en Fonds de Roulement	(7,1)	17,7
Impôts différés nets	53,4	0,2
Actifs financiers courants (hors appels de marge versés)	15,1	43,2
Valeur nette des instruments dérivés	35,2	16,9
Actif économique	225,8	1 148,7
Dettes financières	328,5	1 008,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(368,9)	(333,6)
Actifs de financement	-	(13,8)
Appels de marge versés	(3,2)	(15,8)
Endettement financier net	(43,6)	645,3
Complément de prix Quadran payable en actions	-	47,3
Provisions pour risques et charges	51,8	60,2
Participations ne donnant pas le contrôle	-	6,3
Actif net comptable	217,5	389,6
Nombre d'actions (hors autodétention, en millions)	41,5M.	44,8M.
€ / action	5,2 €	8,7 €

Source: Société

¹²¹ Cette diminution est pour partie attribuable à l'impact d'éléments non récurrents : apurement de créances clients irrécouvrables pour 31 M€, signature d'un avenant au contrat d'acheminement avec GRDF ayant entraîné la constatation d'une charge pour 16 M€.

¹²² L'EBIT du segment Production s'élève à 26,3 M€ (dont Quadran pour 1 M€) en 2017, alors qu'il était négatif à concurrence de (5,7) M€ en 2016.

¹²³ Nous ne reportons que ces deux exercices, compte tenu de l'acquisition structurante de Quadran par Direct Energie en 2017.

3.4.2.1. Actif immobilisé

La variation très significative des immobilisations entre 2016 et 2017 est à relier essentiellement à la reprise de Quadran au quatrième trimestre 2017 :

- un écart d'acquisition de 220,9 M€ a été constaté à l'issue du processus d'allocation du prix d'acquisition ;
- les immobilisations incorporelles subissent l'effet de l'accroissement du portefeuille clients, dont les coûts d'acquisition sont activés ;
- l'augmentation des immobilisations corporelles reflète en quasi-totalité (à hauteur de 636 M€) la comptabilisation en juste valeur (« JV ») des installations de production d'énergie renouvelable en service et en cours de construction ;
- la progression des immobilisations financières résulte notamment de la mise en équivalence de certaines entités du périmètre Quadran.

3.4.2.2. Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation et Impôts différés

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) a évolué comme suit entre 2016 et 2017 :

BFR		
M€	déc.-16	déc.-17
Stocks	38,5	68,5
Clients	413,3	523,6
Fournisseurs	(242,6)	(350,7)
BFR d'Exploitation (BFRE)	209,1	241,3
BFR Hors Exploitation (BFRHE)	(216,3)	(223,6)
BFR	(7,1)	17,7
Chiffre d'affaires	1 692,4	1 966,3
BFRE (en % du chiffre d'affaires)	12,4%	12,3%
BFRE (en jours de chiffre d'affaires)	45,1	44,8

Source : Société

- la hausse des créances clients et des stocks constitués principalement de gaz, de certificats de capacité et de certificats d'économie d'énergie, doit être rapprochée de la croissance du parc client et donc des obligations du Groupe. Rapporté au chiffre d'affaires, le BFRE est stable à environ 45 jours de chiffre d'affaires ;
- le BFRHE est composé de créances et de dettes diverses dont la variation n'appelle pas de commentaire particulier.

Les impôts différés sont essentiellement composés, à l'actif, des déficits reportables activés et au passif des différés d'imposition liés à la mise en juste valeur des actifs acquis et passifs pris en charge réalisée dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition de Quadran.

Les actifs financiers courants sont principalement constitués des prêts aux sociétés non intégrées et de dépôts de garantie permettant de couvrir les variations de juste valeur des achats et vente à terme d'énergie.

3.4.2.3. *Endettement financier net*

Au 31 décembre 2017, l'endettement financier net s'élève à 645 M€ et correspond à la somme de :

- la dette d'acquisition de Quadran (230 M€) (§ 3.3) ;
- du contrat Euro-PP (46 M€) et des dettes de financement des projets de Quadran (465 M€) qui ont également été repris dans la consolidation du Groupe ;
- des obligations émises par Direct Energie en 2014, 2015 et 2016 (183 M€) ;
- des liquidités reçues par Direct Energie de contreparties à des fins notamment de couverture des variations de juste valeur des achats et ventes à terme d'énergie (57 M€) et des dettes financières diverses (27 M€) ;
- minorée de la trésorerie actif (334 M€), d'actifs de financement composés des comptes de réserve de trésorerie dans certaines sociétés de projet de développement d'actifs renouvelables (14 M€) et d'appels de marge versés correspondant aux avances sur engagements d'achats et ventes à terme (16 M€).

Le complément de prix d'acquisition de Quadran payable en actions (47 M€¹²⁴), figurant en dettes financières au bilan, est retraité par le Groupe pour la présentation de son endettement financier net.

3.4.2.4. *Provisions pour risques et charges*

Les provisions pour risques et charges comprennent l'évaluation des coûts de démantèlement d'installations thermiques et éoliennes¹²⁵ et des conséquences des litiges en cours, ainsi que les estimations des obligations du Groupe en matière de certificats d'économie d'énergie, garanties d'origines et certificats de capacité.

3.4.2.5. *Participations ne donnant pas le contrôle*

Les intérêts minoritaires figurant au bilan à fin 2017 se rattachent exclusivement à des filiales de Quadran.

3.4.2.6. *Contentieux en cours*

Le Groupe a initié depuis sa création un certain nombre de saisines et de procédures devant les juridictions compétentes, soit directement, soit au travers de l'ANODE¹²⁶, association qui regroupe des fournisseurs alternatifs et dont Direct Energie est l'un des membres fondateurs.

Les procédures contentieuses en cours portent notamment sur le montant des peines et soins à accorder à Direct Energie au titre de la prestation de gestion de la relation clients que le Groupe a réalisé pour le compte de GRDF et sur des recours en indemnisation en considération de l'illégalité des TRV gaz et électricité.

¹²⁴ Juste valeur au 31 décembre 2017.

¹²⁵ Certaines installations du Groupe sont concernées par une obligation réglementaire de démantèlement.

¹²⁶ Association Nationale des Opérateurs Détaillants en Énergie.

Dans nos travaux de valorisation, nous avons ajouté les produits attendus au titre des peines et soins sur les années antérieures en sus de ceux liés aux prestations futures qui sont prises en compte dans les prévisions.

3.4.2.7. Engagements hors bilan

Nous avons obtenu la confirmation de l'absence d'engagement hors bilan de nature à influencer sur la valorisation de l'Action.

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice SWOT, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action.

Forces	Faiblesses
- Leader des fournisseurs alternatifs - Taille critique par rapport aux autres fournisseurs alternatifs, ayant une incidence sur le niveau de rentabilité du Groupe et sa capacité à générer un free cash-flow récurrent - Mix de production diversifié, en lien avec la transition énergétique - Notoriété auprès du grand public - Distinction par la qualité du service client et la simplicité du parcours utilisateur	- Assise financière limitée par rapport aux grands énergéticiens - Moindre diversification de l'activité et taille inférieure à celles des grands groupes intégrés - Dépendance aux fluctuations des prix sur les marchés de gros de l'électricité et du gaz
Opportunités	Menaces
- Disparition des TRV du gaz pour les petits professionnels et les clients particuliers et du tarif bleu de l'électricité - Issue favorable des contentieux - Progression du parc client - Poursuite de l'intégration verticale permettant au Groupe de limiter son exposition aux marchés de gros - Mise en service du Projet Landvisiau et de nouveaux actifs renouvelables - Développement de services innovants associés à la fourniture d'électricité et de gaz	- Peu de barrières à l'entrée sur le segment de la fourniture et possibilités de différenciation de l'offre limitées - Intensification de la concurrence qui impliquerait une érosion de la marge brute du Groupe - Evolutions réglementaires défavorables - Retard ou annulation d'obtentions de permis de construire ou d'autorisations d'exploitation de projets industriels

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société (§ 4.1) ;
- les plans d'affaires des différentes activités du Groupe (§ 4.2) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation globale du Groupe (§ 4.4) ;
- les méthodes de valorisation retenues pour chacune des activités du groupe (§ 4.5).

La synthèse de la valeur de l'Action reprend l'ensemble des résultats de l'évaluation multicritère de l'Action (§ 5).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

Direct Energie 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 au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

A la date du Rapport, nous ne disposons pas de situation comptable intermédiaire ou d'atterrissage au 29 juin 2018 établie depuis cette date.

4.1.2. Nombre d'Actions

Le nombre total d'Actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation unitaire de l'Action, soit **46.669.200** Actions, s'entend au 31 décembre 2017 ; il intègre les éléments suivants :

- un volant de 45.190.868¹²⁷ Actions émises ;
- minoré des 401.852¹²⁸ Actions auto-détenues ;
- majoré de 1.354.309¹²⁹ Actions issues de la conversion des Options en circulation exerçables au 31 décembre 2017 ;
- majoré de 525.875¹³⁰ Actions issues de la conversion des Options en circulation au 31 décembre 2017 mais qui n'étaient pas exerçables à cette date.

¹²⁷ [DDR 2017](#), p. 376.

¹²⁸ [DDR 2017](#), p. 376.

¹²⁹ [DDR 2017](#), pp. 215-216, Total des Options en circulation exerçables au 31 décembre 2017.

¹³⁰ [DDR 2017](#), pp. 215-216. Total des Options en circulation au 31 décembre 2017 : 1.880.184 Options – Total des Options en circulation exerçables au 31 décembre 2017 : 1.354.309 Options.

Les Options en circulation au 31 décembre 2017 sont toutes proches de la monnaie ou dans la monnaie, avec un prix d'exercice compris entre 4,77 € et 37,0 € suivant les plans Direct Energie.

Direct Energie nous a confirmé ne pas avoir émis d'instrument dilutif depuis le 31 décembre 2017.

Nombre d'actions dilué	
31-déc.-17	Nombre d'actions
Actions émises	45 190 868
Auto-détention	(401 852)
Exercice stock-options exerçables	1 354 309
Exercice stock-options non exerçables	525 875
Nombre d'actions dilué	46 669 200

Source : DDR 2017

4.1.3. Date d'évaluation

L'évaluation de l'Action a été réalisée sur la base des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017.

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du **17 avril 2018**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.3.3.1) et le taux d'actualisation des flux de trésorerie issus des plans d'affaires (§ 4.5.1.1.2) ont été arrêtés au 29 juin 2018.

4.1.4. Hypothèses liées à la fiscalité

Nous avons modélisé l'imposition du résultat d'exploitation des différentes divisions du Groupe en privilégiant le taux qui devrait trouver à s'appliquer sur la zone France compte tenu de son poids dans les différentes activités. Le taux d'imposition évolue ainsi de 34,43% en 2018 à 25,83% en 2022¹³¹ et au-delà.

Direct Energie dispose par ailleurs de reports déficitaires, dont une part activée dans les comptes au 31 décembre 2017 représentant un impôt différé actif de **37,2 M€**¹³². Le montant des impôts différés actifs non comptabilisés s'élève à **65,6 M€**.¹³³

Nous avons estimé la valeur actuelle de l'ensemble¹³⁴ des déficits reportables, en modélisant dans l'évaluation intrinsèque de l'Action par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie leur imputation sur les bénéfices prévisionnels des plans d'affaires, jusqu'à leur complet apurement (§ 4.4.4 et § 4.5.1.1).

¹³¹ Conformément aux dispositions de la Loi de Finances 2018.

¹³² [DDR 2017](#), Ventilation des actifs et passifs d'impôts différés, p. 191. En application des normes IFRS, le montant activé n'a pas été actualisé en fonction du rythme de l'apurement des reports déficitaires.

¹³³ [DDR 2017](#), Impôts différés non comptabilisés, p. 191.

¹³⁴ Parts activée et non activée dans les comptes consolidés du Groupe.

Dans notre évaluation analogique, la valeur actuelle des déficits reportables figure dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe pour un montant de **77,1 M€** issu de la modélisation intrinsèque (§ 4.1.5.2).

4.1.5. Dette nette financière

Notre évaluation multicritère de l'Action se fonde sur une dette nette financière au 31 décembre 2017, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Compte-tenu de notre évaluation en somme des parties (SOP), nous présentons ci-après la ventilation de la dette nette financière entre le périmètre historique **Commerce et Production** et le périmètre **Quadran**.

4.1.5.1. Dette nette financière en valorisation intrinsèque

M€	Commerce et Production	Quadran	Total
Dettes bancaires et obligataires corporate	416,5	63,1	479,6
Financement de projets	-	465,3	465,3
Autres passifs financiers au coût amorti	57,1	-	57,1
Passifs financiers à la JV	6,5	-	6,5
Dettes financières	480,1	528,4	1 008,5
Actifs de financement	-	(13,8)	(13,8)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(290,5)	(43,1)	(333,6)
Trésorerie active	(290,5)	(56,9)	(347,4)
Appels de marge versés	(15,8)	-	(15,8)
Endettement financier net comptable	173,7	471,5	645,3
Dette des filiales Quadran mises en équivalence	-	227,4	227,4
Endettement financier net ajusté	173,7	698,9	872,7
Complément de prix Quadran	73,3	-	73,3
Dividendes à verser au titre de l'exercice 2017	15,9	-	15,9
Provisions nettes d'impôt	33,6	7,5	41,2
Complément de prix sur achats de centrales	-	7,2	7,2
Produit de trésorerie lié à l'exercice des options	(38,8)	-	(38,8)
Produits à recevoir	(24,0)	-	(24,0)
Ajustements à la valeur d'entreprise - approche intrinsèque	233,8	713,6	947,5

La dette nette financière de **947,5 M€** que nous retenons à l'échelle du Groupe dans nos travaux de valorisation intrinsèque est constituée de :

- la dette nette financière comptable du Groupe au 31 décembre 2017 ;
- majorée :
 - de la dette nette adossée aux entités Quadrica, Aerowatt 1 et Aerowatt 2 dont les participations ont été mises en équivalence au 31 décembre 2017 (227,4 M€), les flux de trésorerie de ces entités étant intégralement pris en compte dans nos travaux d'évaluation ;

- des montants devant être versés sur (i) le complément de prix lié à l'acquisition de Quadran payable en BSA à hauteur de 47,3 M€, et en numéraire pour un montant de 26,0 M€ et (ii) des compléments de prix antérieurs à l'acquisition de Quadran, issus de rachats de centrales de production renouvelables, pour 7,2 M€ ;
 - des provisions réputées décaissables, relatives (i) aux contrats déficitaires (24,9 M€), (ii) aux obligations de démantèlement (12,7 M€), (iii) aux litiges en cours (6,7 M€), (iv) aux avantages au personnel (2,6 M€), (v) au mécanisme d'obligation de capacité (2,0 M€) et (vi) aux risques divers (0,7 M€), étant précisé que ces provisions sont présentées nettes d'impôt dans le passage entre l'endettement financier net comptable et la dette financière nette du Groupe ;
 - du montant des dividendes versés en juin 2018 au titre de l'exercice 2017 (15,9 M€) ;
- et minorée :
- de la trésorerie provenant de l'exercice des Options en fonction du nombre d'Actions dilué retenu dans nos travaux (38,8 M€) ;
 - de la part imputable aux produits à recevoir¹³⁵ (24,0 M€) ;
 - du montant attaché aux impôts différés sur les retraitements opérés (8,5 M€).

Par ailleurs, les intérêts minoritaires liés à Quadran ont été directement portés en déduction des flux de trésorerie revenant au Groupe.

4.1.5.2. Dette nette financière en valorisation analogique

M€	Commerce et Production	Quadran	Total
Ajustements à la valeur d'entreprise - approche intrinsèque	233,8	713,6	947,5
Produit à recevoir	24,0	-	24,0
Valeur actuelle des déficits reportables	(77,1)	-	(77,1)
Provisions nettes d'impôt	(33,6)	(7,5)	(41,2)
Contentieux - peines et soins nets d'impôt	(21,3)	-	(21,3)
Ajustements à la valeur d'entreprise - approche analogique	125,7	706,1	831,9

La dette financière en valorisation analogique est déterminée de manière homogène par rapport aux sociétés et aux transactions comparables. Nous avons par conséquent neutralisé les produits à recevoir et les provisions prises en compte dans la dette financière nette en valorisation intrinsèque, à hauteur respectivement de 24,0 M€ et de 41,2 M€.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons toutefois tenu compte :

- de la valeur actuelle des déficits reportables modélisée en valorisation intrinsèque, estimée à 77,1 M€¹³⁶ ;

¹³⁵ Au titre de la résolution de litiges ayant fait l'objet d'un règlement en 2018, concernant des décisions administratives et judiciaires relatives aux marchés de la fourniture d'énergie (DDR 2017, p. 119).

¹³⁶ Nous n'avons pas retraité les multiples des comparables, lesquels peuvent également intégrer une valeur implicite liée à leurs propres stocks de déficits reportables.

- des produits attendus en 2018 au titre du contentieux relatif aux peines et soins¹³⁷, pour un montant total de l'ordre de 21,3 M€ net d'impôt¹³⁸.

4.2. Revue des plans d'affaires communiqués par la Direction

Si Direct Energie établit un budget à l'échelle du Groupe, les plans à moyen terme sont en revanche élaborés par activité.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé de manière approfondie les plans d'affaires communiqués par la Direction en fonction des différentes activités opérationnelles du Groupe et de leurs spécificités :

- **Division Commerce** : activité liée à la distribution d'énergie et de gaz ;
- **Division Production** :
 - CCGT : activité de production attachée aux centrales de Bayet et Marcinelle ;
 - Landivisiau : le Groupe détient une participation de 60% dans le capital de la société Compagnie Electrique de Bretagne qui porte le projet de construction d'une centrale à gaz à Landivisiau dont les travaux de construction sont envisagés à partir de fin 2018 (§ 3.2) ;
- **Division Quadran** : activité de production d'énergie renouvelable.

4.2.1. Plan d'affaires de l'activité Commerce (« PMT Commerce »)

Les flux de trésorerie prévisionnels de l'activité Commerce établis par la Direction couvrent (i) une période explicite jusqu'en 2021 (la « **Période Explicite** ») suivie (ii) d'une période d'extrapolation jusqu'en 2026 (la « **Période d'Extrapolation** »).

- La **Période Explicite**, dont les prévisions ont fait l'objet d'une présentation et d'une approbation par le Conseil d'Administration, repose sur les hypothèses suivantes :
 - un budget 2018 en ligne avec les objectifs annoncés par le Groupe correspondant à 3 millions de sites clients à fin 2018 ;
 - un gain de parts de marché permettant d'atteindre 4 millions de sites clients à horizon 2020, en tablant sur un taux d'attrition annuel stable par rapport aux données actuellement observées ;
 - une légère augmentation du ratio moyen de Gigawatt-heures vendu par client, étant précisé que le PMT Commerce est construit sur une température extérieure en France « moyenne » aux différentes époques de l'année ;

¹³⁷ Niveau de rémunération des peines et soins devant être versés aux fournisseurs au titre des prestations de gestion de clientèle qu'ils accomplissent au nom et pour le compte des gestionnaires de réseau de distribution (GRD) (DDR 2017, p. 256)

¹³⁸ Ces produits sont modélisés dans les flux de trésorerie en valorisation intrinsèque.

- un approvisionnement d'électricité et de gaz réalisé directement sur le marché, sur l'intégralité du plan d'affaires, sur la base d'un prix *forward*¹³⁹ de l'électricité et du gaz observés à la date d'établissement du PMT Commerce ;
 - la non répercussion de la hausse des coûts d'approvisionnement dans les tarifs appliqués aux clients, du fait du renforcement de la concurrence entraînant une pression sur les prix qui, selon la Direction, va s'accroître ;
 - une réduction de la marge brute jusqu'en 2019 de l'ordre de 1 € / MWh par rapport au niveau de 2018 pour les clients électricité, en raison de l'augmentation des coûts d'approvisionnement sur le marché et de l'intensification de la concurrence ; le niveau de marge par client est réputé stable sur la période subséquente de 2019 à 2021 ;
 - en conséquence, le taux de marge brute se stabilise à partir de 2019, en retrait de 247 points de base par rapport au niveau observé en 2017 ;
 - une hausse du coût d'acquisition des clients nécessaire au maintien de la croissance du portefeuille de sites clients ;
 - une évolution des coûts de structure du fait de l'accroissement de la base de clients à gérer.
- La Période d'Extrapolation se fonde sur les hypothèses suivantes :
- une prolongation de la croissance du chiffre d'affaires avec l'atteinte d'un parc de sites clients correspondant en 2026 à une part de marché de l'ordre de 10% ;
 - un taux de marge brute consolidé stable par rapport au niveau attendu en 2019 ;
 - une évolution des coûts de structure cohérente avec la hausse de la base de clients ;
 - une augmentation des investissements de maintien et d'acquisition des clients pour faire face à l'intensification de la concurrence ;
 - sur cette base, le taux d'EBITDA¹⁴⁰ prévu en 2026 se situe en retrait de 0,2% par rapport au niveau budgété en 2018.

Il est important de souligner que la rentabilité de la Division Commerce est directement liée au niveau de marge brute, qui découle du coût des approvisionnements et de la capacité du Groupe à répercuter aux clients finaux les hausses de coûts attendues. Les autres paramètres du PMT Commerce ont un impact moindre sur la valeur de l'Action.

Une hausse du coût des approvisionnements ainsi qu'un accroissement de la concurrence, ayant entraîné une pression sur la marge par client, sont observables depuis septembre 2017.

¹³⁹ Un prix *forward* résulte d'un contrat à terme d'achat (l'acheteur a une position longue) d'un actif à un prix et une date future précisés dans le contrat. La référence est la valeur des contrats calendaires 2018 à 2021.

¹⁴⁰ EBITDA rapporté au chiffre d'affaires.

À titre d'information, nous avons comparé le PMT Commerce au plan d'affaires pour la période 2018 à 2020 qui avait servi de référence lors de l'augmentation de capital réalisée par Direct Energie en juillet 2017 (§ 3.3 et § 4.5.4). L'écart entre les deux plans d'affaires porte essentiellement sur une baisse de la marge brute électricité telle qu'elle est désormais anticipée sous l'effet cumulé (i) d'une pression sur les revenus attendus par client et (ii) d'une hausse du coût des approvisionnements en lien avec la courbe de hausse des prix *forward* sur le marché à terme.

Nous considérons, et il nous a été confirmé, que le PMT Commerce, approuvé par le Conseil d'Administration, est le reflet du contexte actuel dans lequel le Groupe intervient.

Au vu des développements précédents, les hypothèses d'exploitation du PMT Commerce telles que présentées par la Direction confèrent à ces prévisions un caractère prudent. Ces projections peuvent toutefois être sujettes à des évolutions significatives et rapides en fonction des modifications susceptibles d'intervenir dans le coût des approvisionnements et dans la situation concurrentielle du marché, notamment en ce qui concerne les conditions de commercialisation de l'électricité.

Compte tenu de ces constats :

- nous n'avons intégré aucun risque de réalisation spécifique dans le taux d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, et ce afin de maximiser la valeur de l'Action (§ 4.5.1.1.2) ;
- nous avons mesuré la sensibilité de la valeur de l'Action au taux de marge attendu en fin de période d'actualisation, avec une variation potentielle du taux de marge brute à +/-0,5% (§ 4.5.3.1). Cette sensibilité de 0,5% sur le taux de marge brute permet de ramener en valeur terminale le taux d'EBITDA au niveau moyen observé et attendu sur la période 2017 à 2019¹⁴¹, et supérieur à l'EBITDA de 2017 hors éléments non récurrents.

Les résultats de cette analyse sont présentés ci-après (§ 4.5.3.1).

4.2.2. Plan d'affaires de l'activité Production (« PMT Production »)

4.2.2.1. CCGT

Les flux de trésorerie prévisionnels de l'activité CCGT établis par la Direction couvrent la période 2018-2021 (la « **Période Explicite** »). En accord avec la Direction, nous avons prolongé le PMT Production jusqu'à la date estimée du démantèlement des centrales (la « **Période d'Extrapolation** ») qui marque ainsi la fin de vie des actifs¹⁴².

- La **Période Explicite** repose sur les hypothèses suivantes :
 - une production stable de 1.300 GWh¹⁴³ par an et par centrale ;

¹⁴¹ Également en ligne avec le taux d'EBITDA de 2017 hors produits non récurrents.

¹⁴² Leur poursuite nécessiterait des investissements lourds qui ne sont à ce jour pas envisagés par la Direction.

¹⁴³ A noter que la production effective est inférieure à 1.300 GWh en raison des pertes de puissance à chaque démarrage des centrales. Cette perte de puissance a été modélisée sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation du PMT Production, afin de refléter la production effective des centrales.

- une marge brute en €/MWh stable pour les deux centrales sur l’horizon du PMT Production ;
 - des investissements annuels de maintenance stables ; et
 - des investissements nécessaires au renouvellement des équipements tous les quatre ans pour chaque centrale.
- La **Période d’Extrapolation** prolonge la Période Explicite jusqu’à la fin de vie des centrales ; leur durée de vie est ainsi comprise entre 25 et 30 ans, pour un total d’heures de fonctionnement de 110.000 à 130.000 heures par centrale.

4.2.2.2. Landivisiau

En 2012, le Groupe a conclu un partenariat avec Siemens portant sur la construction d’une centrale au gaz naturel d’une puissance de l’ordre de 400 MW, située à Landivisiau (§ 3.2).

Le début de la construction de la centrale de Landivisiau étant prévu en fin d’année 2018, le plan d’affaires de la Direction a été établi en fonction (i) du plan de financement attaché à la construction du projet jusqu’en 2021 et (ii) des remontées de flux aux actionnaires jusqu’en 2041.

4.2.3. Plan d’affaires Quadran (« PMT Quadran »)

Le PMT Quadran correspond au plan d’affaires vendeur établi dans le cadre de l’acquisition de Quadran par Direct Energie en 2017. La Division Quadran étant constituée de différents projets portés par des entités dédiées¹⁴⁴, le plan d’affaires a été construit selon les hypothèses suivantes :

- une approche *bottom-up* par projet (biogaz, photovoltaïque, hydraulique et éolien) ;
- une montée en puissance de la production jusqu’en 2019 avec la mise en service de capacités additionnelles ;
- l’application des conditions d’obligations d’achat définies par contrat¹⁴⁵ sur les premières années de fonctionnement ;
- une cessation de l’activité en 2049, correspondant à la fin de la durée de vie estimée des derniers actifs mis en service.

4.3. Méthodes d’évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d’évaluation, de la référence à l’Actif Net Comptable pour l’ensemble du périmètre (§ 4.3.1), de l’actualisation des dividendes s’agissant des activités historiques (§ 4.3.2) et de la valorisation analogique par les comparables boursiers, dont les résultats sont présentés à titre purement indicatif (§ 4.3.3).

¹⁴⁴ *Special Purpose Vehicules (SPV).*

¹⁴⁵ *Power Purchase Agreement.*

4.3.1. Actif Net Comptable

À l'exception de l'acquisition de Quadran et des deux centrales à gaz de Bayet et Marcinelle, le Groupe a été créé par croissance interne, de sorte que l'activité historique de la Division Commerce n'est pas valorisée dans l'Actif Net Comptable (ANC) ; l'ANC ne peut donc pas servir de référence pour valoriser l'Action.

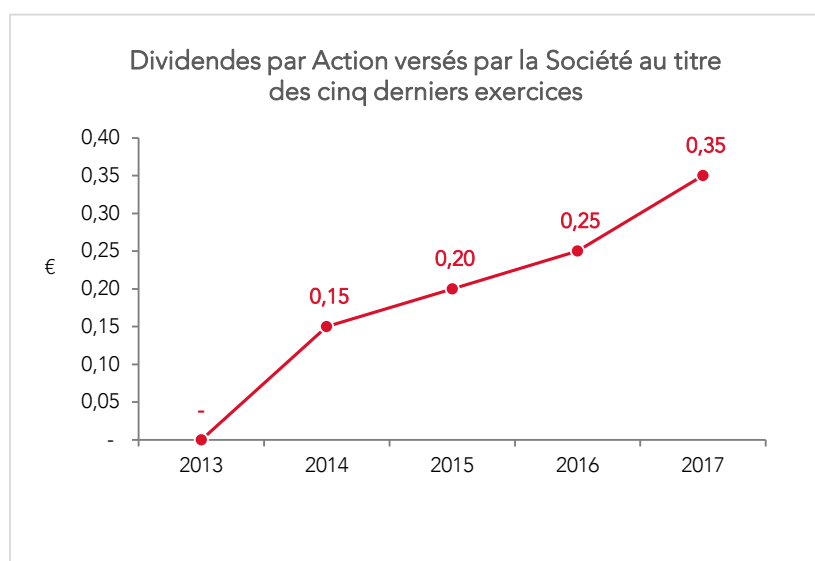
A titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 8,7 € au 31 décembre 2017.

4.3.2. Actualisation des dividendes

En l'absence de politique de distribution de dividendes, notamment au titre des résultats générés par les Divisions Commerce et CCGT, l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation globale pour le Groupe.

Néanmoins, s'agissant des activités Landvisiau et Quadran, l'approche intrinsèque en fonction de la capacité distributrice trouve à s'appliquer du fait de la nature des projets qui sont essentiellement financés par un endettement (§ 4.5.2.1).

À titre informatif, la Société a versé les dividendes suivants au titre des cinq derniers exercices clos :



4.3.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

La valorisation analogique par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation, dans la mesure où il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées comparables à Direct Energie réunissant des caractéristiques identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et, plus généralement, de modèle économique.

Néanmoins, à **titre purement indicatif**, nous avons valorisé l'Action par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT).

4.3.3.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Nous avons constitué un échantillon composé de sociétés cotées en France et en Europe, évoluant dans l'industrie de distribution et de la production d'énergie.

Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **Annexe 7**, **Annexe 8** et **Annexe 9** ; la taille et la capitalisation boursière¹⁴⁶ de ces entités (les « **Comparables Boursiers** ») restent, pour la plupart d'entre elles, très supérieures à celles de Direct Energie :

Comparables boursiers		
Société	Pays	Capi.1m (M€) 29-juin-18
DIRECT ENERGIE*	FR	1 391
ENEL	IT	48 253
IBERDROLA	SP	41 518
EDF	FR	33 953
INNOGY	GE	20 266
E.ON	GE	19 980
SSE	GB	15 640
EDP	PO	12 392
A2A	IT	4 570
ACEA	IT	2 824
Médiane		19 980
Moyenne		22 155

Source : Bloomberg

* A partir du 17 avril 2018

Au terme de notre analyse, ce panel de comparables boursiers comporte plusieurs biais par rapport aux caractéristiques de Direct Energie, qui en limitent la portée :

- la taille des Comparables Boursiers, appréciée au travers de la capitalisation boursière, est particulièrement élevée ;
- le profil de croissance des Comparables Boursiers n'est pas comparable à celui de Direct Energie ;
- les Comparables Boursiers sont davantage intégrés verticalement sur la chaîne de valeur et leur intensité capitalistique est en conséquence significativement plus élevée ;
- les Comparables Boursiers exercent des activités diversifiées en termes de produits/services ;
- l'échantillon comprend des sociétés européennes qui sont soumises à un cadre réglementaire et à des environnements de marché différents.

¹⁴⁶ La capitalisation boursière des Comparables est appréciée sur une moyenne 1 mois.

4.3.3.2. Modalités de calcul des multiples d'EBITDA et d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Direct Energie sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des Comparables Boursiers qui ne sont pas tous français.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples médians VE/EBITDA et VE/EBIT, uniquement pour 2020, afin de capter au moins en partie, le fort profil de croissance de Direct Energie.

Pour déterminer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- la capitalisation boursière de chaque comparable en moyenne 1 mois ¹⁴⁷ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes¹⁴⁸.

Multiples boursiers		
Société	VE/EBITDA	VE/EBIT
	2020e	2020e
ENEL	6,4x	9,9x
IBERDROLA	7,9x	13,3x
EDF	6,9x	16,4x
INNOGY	8,6x	13,4x
E.ON	4,9x	8,0x
SSE	8,2x	12,2x
EDP	8,3x	13,9x
A2A	6,3x	10,9x
ACEA	5,7x	11,2x
Médiane	6,9x	12,2x
Moyenne	7,0x	12,1x

Source : Bloomberg

Pour mémoire, ce panel de Comparables Boursiers est différent de celui retenu par les commissaires aux apports lors de l'acquisition de Quadran ; leur sélection extérioriserait aujourd'hui des multiples boursiers en retrait par rapport à ceux que nous relevons.

¹⁴⁷ Au 29 juin 2018.

¹⁴⁸ Source : Bloomberg.

Nous observons également que le multiple VE/EBITDA implicite de Direct Energie avant l'Offre ressort à 10,5x¹⁴⁹ alors que les Comparables Boursiers se positionnent dans une fourchette de 4,9x à 8,6x. Ce constat illustre la comparabilité très relative de notre échantillon de comparables, dont le profil de croissance diffère notablement de celui de Direct Energie.

4.3.3.3. Méthodologie

La valeur analogique de l'Action a été déterminée comme suit.

La valeur d'entreprise a été obtenue par application des multiples médians d'EBITDA¹⁵⁰ et d'EBIT¹⁵¹ aux agrégats prévisionnels 2020 aux bornes des Divisions Commerce et Production, issus du PMT Commerce et du PMT Production. La valeur analogique de l'Action a été calculée après :

- déduction de la dette nette financière portée par les Divisions Commerce et Production (§ 4.1.5.2) à la valeur d'entreprise ainsi obtenue ; et
- réintégration de la valeur de Quadran et Landivisiau¹⁵²,

pour aboutir *in fine* à la valeur des capitaux propres du Groupe.

À titre indicatif, la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers fait ressortir une valeur de l'Action inférieure à 30 €.

4.4. Évaluation globale du Groupe

Nous présentons, ci-après, les références et les méthodes d'évaluation que nous avons appliquées sur l'ensemble des activités du Groupe.

4.4.1. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition des Blocs

Préalablement à l'Offre, l'Initiateur a procédé à l'acquisition hors marché auprès d'Impala SAS, AMS Industries SAS, Lov Group Invest SAS, EBM Trirhena AG, M. Xavier Caïtucoli et ses Holdings Patrimoniales Crescendix SAS et Crescendissimo SAS, ainsi que Luxempart d'un ensemble de 33.311.459 Actions¹⁵³, formant un bloc de contrôle de 73,04% du capital de la Société¹⁵⁴, au prix de 42,0 € par Action¹⁵⁵ (§ 2.2.1 et § 2.5.1).

Cette transaction, aboutissant au final, par l'assemblage de blocs minoritaires, à une participation majoritaire, réalisée entre Total et des Cédants qui, à notre connaissance, ne présentent pas d'intérêts nécessairement communs, est une référence utile pour l'appréciation du Prix d'Offre.

¹⁴⁹ Au 17 avril 2018.

¹⁵⁰ 7,8x en 2018 et 7,4x en 2019.

¹⁵¹ 13,8x en 2018 et 12,3x en 2019.

¹⁵² Compte-tenu des spécificités des divisions Quadran (*pipeline* de projets important) et Landivisiau (projet en cours), nous avons privilégié les valeurs en haut de fourchette issues de nos méthodes de valorisation intrinsèque.

¹⁵³ Contrat d'Acquisition du 17 avril 2018 (§ 2.1.3 et § 2.5.1).

¹⁵⁴ Sur une base non diluée.

¹⁵⁵ Dividende de 0,35 € détaché.

Nous observons par ailleurs que lors d'une précédente transaction minoritaire réalisée en date du 15 novembre 2017 sur 4,7% du capital de la Société, dans des conditions de marché déjà moins favorables que celles ayant prévalu lors de l'augmentation de capital en date de juillet 2017 (§ 4.5.4), le prix proposé aux actionnaires ressortait à 36,5 € (§ 4.4.2.1).

Le Contrat d'Acquisition du 17 avril 2018 prévoit¹⁵⁶ qu'en cas de Transaction Ulérieure sur une période de 12 mois après la Date de Réalisation à un prix supérieur à 42,0 € par Action, le prix de cession serait ajusté en conséquence sous la forme du Complément de Prix (§ 2.5.1). Cette disposition bénéficie également aux actionnaires apportant à l'Offre.

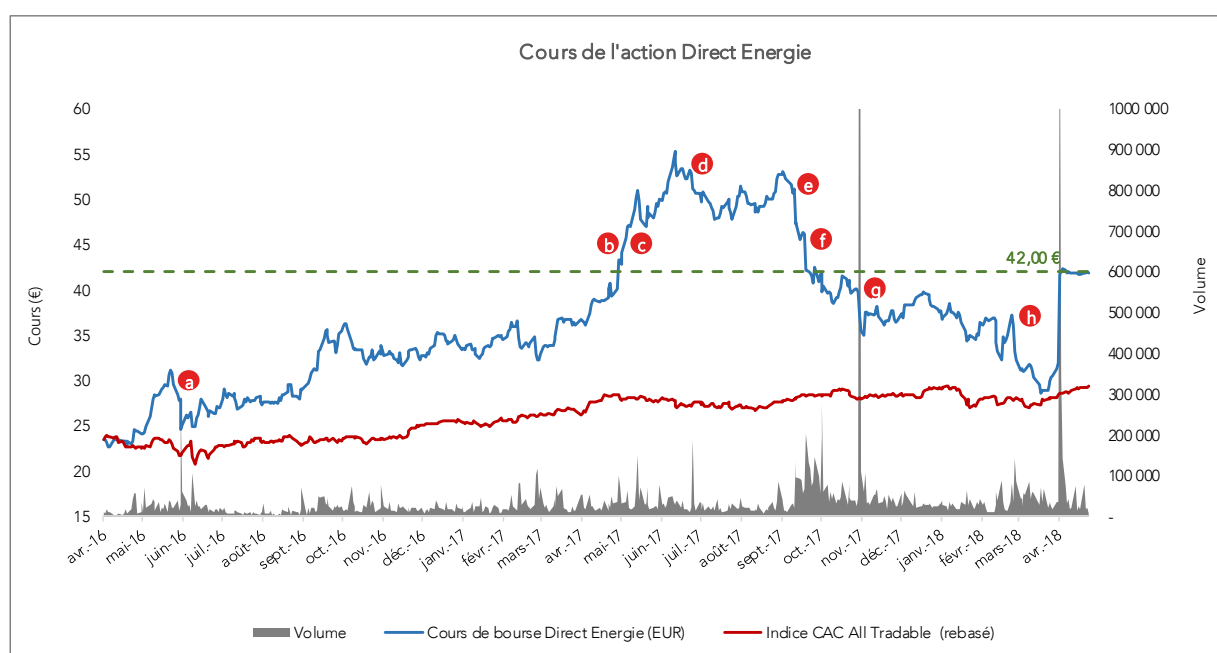
4.4.2. Références boursières

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

L'Action est cotée sur le marché Euronext Paris, compartiment A (§ 2.1.1).

4.4.2.1. Analyse historique du cours de bourse

L'évolution du cours de l'Action sur les deux années précédant le 17 avril 2018¹⁵⁷ est présentée, ci-dessous, par rapport à l'indice CAC All Tradable¹⁵⁸ :



Source : Bloomberg

¹⁵⁶ Article 2.4 du Contrat d'Acquisition.

¹⁵⁷ Pour mémoire, les cours présentés sont ajustés des détachements de coupon ; le versement des dividendes sur la période d'observation n'a pas d'incidence quant à notre appréciation de l'historique du cours.

¹⁵⁸ Ex SBF 250 ; au regard du caractère très étendu du CAC All Shares, nous n'avons pas retenu la comparaison avec cet indice.

	Date	Commentaires
a	16-juin-16	Entrée en négociations exclusives pour le rachat de Quadran
b	15-mai-17	Accord de la Commission Européenne pour la construction de la centrale au gaz bretonne
c	16-mai-17	Mise à disposition du DDR 2016
d	11-juil.-17	Annonce du lancement d'une augmentation de capital
e	27-sept.-17	Résultats semestriels 2017
f	5-oct.-17	Communiqué Total: "Total accélère son développement sur le marché de la distribution de gaz et d'électricité aux particuliers en France avec le lancement de Total Spring".
g	16-nov.-17	Annonce par EBM du reclassement d'une partie de sa participation
h	14-mars-18	Annonce des résultats annuels 2017

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action durant la période d'observation se caractérisent par :

- une surperformance de l'Action (+12,2%) par rapport à l'indice de référence CAC All Tradable sur cette période biennale ;
- une hausse significative du cours à partir du deuxième trimestre 2017, à la suite notamment de la publication des résultats 2016 en forte croissance ;
- une baisse marquée sur le dernier trimestre 2017 pouvant s'expliquer par différents événements :
 - la publication des résultats semestriels 2017 en-deçà des attentes du marché ;
 - l'entrée de nouveaux acteurs dont Total, Butagaz et Cdiscount Energie ;
 - l'évolution des prix de gros de l'électricité ;
 - l'annonce par EBM du reclassement d'une partie de sa participation.

Au regard de cette analyse, nous observons que l'évolution de la cotation du titre a été impactée par l'évolution du cadre réglementaire et de l'environnement concurrentiel, ainsi que par les publications financières du Groupe.

Sur les douze derniers mois avant l'annonce de l'Opération, le cours de l'Action a évolué dans une fourchette de valeurs comprises entre 28,57 € et 55,46 € coupon détaché. Sur les six derniers mois avant annonce, le cours de l'Action a évolué entre 28,57 € et 41,95 € coupon détaché, à comparer au Prix d'Offre coupon détaché de 42,0 €.

Le cours spot au 17 avril 2018 s'établissait à 31,9 € coupon détaché.

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes (« **CMPV** ») au 17 avril 2018, dernière cotation avant l'annonce de l'Opération :

Analyse du cours de bourse (dividende retraité)		
17-avr.-18	CMPV	Prime / (décote)
Prix d'Offre	42,0 €	
Spot	31,9 €	31,7%
CMPV 1 mois	30,4 €	38,0%
CMPV 60 séances	33,3 €	26,1%
CMPV 3 mois	33,4 €	25,7%
CMPV 6 mois	36,7 €	14,4%
CMPV 12 mois	40,7 €	3,1%
Plus haut 12 mois	55,46 €	-24,3%
Plus bas 12 mois	28,57 €	47,0%

Source : Bloomberg

En synthèse de l'examen des cours historiques de l'Action :

- le Prix d'Offre fait ressortir une prime sur les **CMPV** 3 mois et 6 mois de respectivement 25,7% et 14,4% ;
- le Prix d'Offre est légèrement supérieur au maximum observé sur les six derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, soit 41,95 € en date du 18 octobre 2017 ;
- le Prix d'Offre (42,0 €) fait ressortir une prime de 31,7% sur le cours spot précédant l'annonce de l'Opération.

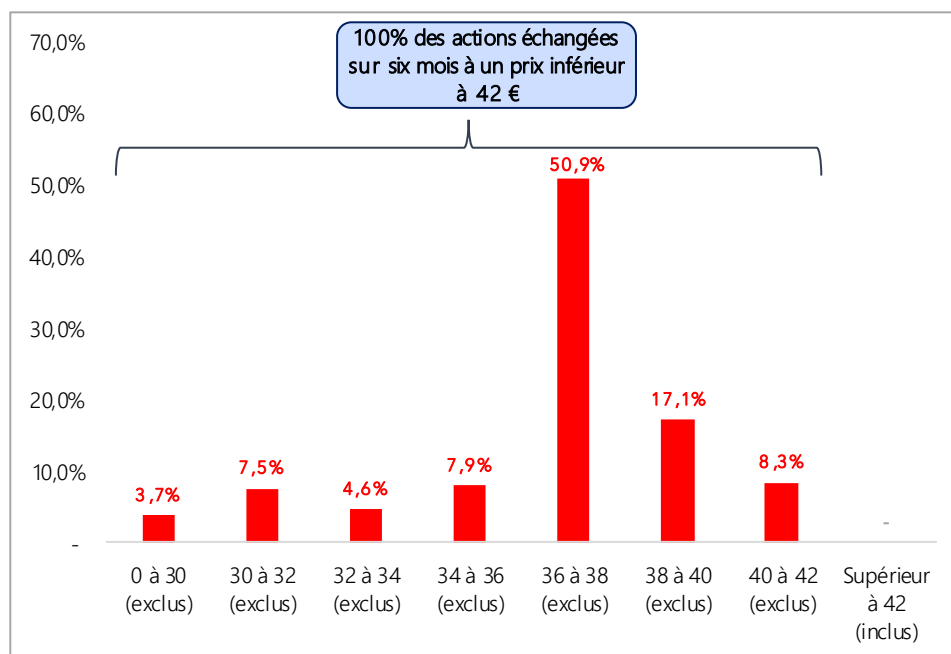
Par ailleurs, les volumes de titres échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération représentent environ 127% du flottant¹⁵⁹, ratio illustrant la liquidité de l'Action :

Rotation du flottant	
En millions	17-avr.-18
Nombre de titres échangés (12 mois)	12,7
Flottant	10,0
Rotation du flottant (%)	127%
Rotation du flottant (années)	0,8

Source : Bloomberg

¹⁵⁹ Sur la base du flottant au 31 décembre 2017 égal à 22,1% du nombre total d'Actions en circulation ([DDR 2017](#), p. 376).

Nous avons également mené une analyse sur les échanges intervenus au cours des six derniers mois précédant l'annonce de l'Opération¹⁶⁰ :



Il en ressort que durant les six derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, 100% des volumes ont été échangés à un cours inférieur à 42,0 € coupon détaché.

4.4.2.2. Cours cible

A notre connaissance, le titre Direct Energie est suivi par six analystes, dont nous avons repris les dernières recommandations formulées au cours des deux derniers mois précédant l'annonce de l'Opération¹⁶¹ :

Synthèse des cours cible			
Analyste	Date	Cours cible	Prime / (décote)
Exane BNP Paribas	17-avr.-18	40,0 €	5,0%
CM- CIC	10-avr.-18	54,0 €	(22,2%)
Gilbert Dupont	21-mars-18	36,0 €	16,7%
Midcap Partners	16-mars-18	45,0 €	(6,7%)
Kepler Cheuvreux	15-mars-18	35,0 €	20,0%
Oddo BHF	15-mars-18	36,0 €	16,7%
Médiane		38,0 €	10,5%
Moyenne		41,0 €	2,4%

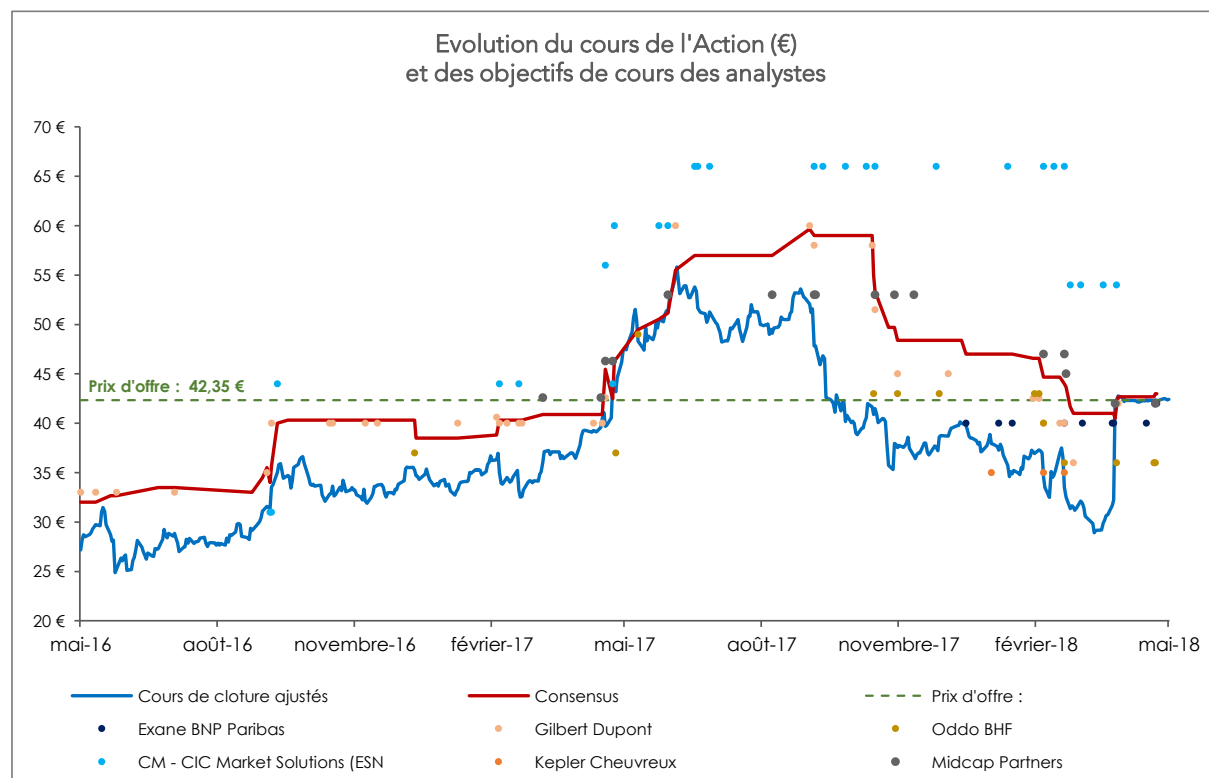
Source : Bloomberg

Le cours cible moyen est tiré vers le haut par le cours cible de CM-CIC, sensiblement supérieur au reste du consensus. Au 17 avril 2018, le cours cible médian se situe à 38,0 € extériorisant une prime de 10,5%.

¹⁶⁰ Sur la base d'un cours ajusté du dividende.

¹⁶¹ Nous ne retraits pas les cours cibles des analystes du détachement de coupon de 0,35 € par Action afin de ne pas préjuger de son traitement par les analystes. Les primes et décotes implicites sont en conséquence calculées par référence au Prix d'Offre coupon détaché.

Nous présentons ci-après l'évolution des cours cibles de l'Action sur la période de mai 2016 à mai 2018 :



4.4.3. Actif Net Réévalué

Le Groupe dispose d'actifs éventuellement cessibles individuellement :

- **Division Commerce** : la valeur du *Retail* est étroitement liée au parc de sites clients abonnés à l'électricité ou au gaz. Nous avons estimé la valeur de ce parc en appliquant le multiple moyen transactionnel de 346 € par client à la base de clients Direct Energie existante au 31 mars 2018 (§ 4.5.1.2.1). Nous n'avons pas tenu compte des éventuels coûts de liquidation qui pourraient être supportés en l'absence de reprise d'ensemble de la structure par un potentiel acquéreur ;
- **Division Production** : les centrales de Bayet et Marcinelle ont été acquises par Direct Energie auprès d'un tiers, ce qui démontre la possibilité d'une cession individuelle de ces actifs. Leur valeur de marché peut être estimée via l'application de multiples de capacité observés dans le cadre de transactions comparables (§ 4.5.1.2.2) ;
- **Quadran** : l'antériorité récente de l'acquisition du groupe Quadran en fait une transaction dont le prix peut servir de référence. Dans l'Actif Net Réévalué (ANR), nous avons toutefois retenu la valeur en haut de fourchette issue du modèle d'évaluation d'actualisation des dividendes (§ 4.5.2.1).

Ainsi, nous avons corrigé l'actif net comptable au 31 décembre 2017 :

- des plus-values latentes, nettes d'impôt, identifiées sur les principaux actifs à réévaluer que sont le portefeuille clients, les centrales, le projet Landivisiau et les titres de participation Quadran ;
- des produits complémentaires que la Direction estime pouvoir percevoir en 2018 sur les contentieux liés aux peines et soins sur la période antérieure au 31 décembre 2017¹⁶² (§ 4.1.5.2) ;
- sous déduction de la distribution de dividendes intervenue en juin 2018.

L'ANR s'établit ainsi à 27,7 € par Action.

4.4.4. Valorisation intrinsèque en DCF sur la base du consensus de *Brokers*

Nous ne disposons pas, de la part de Direct Energie, de plan d'affaires aux bornes du Groupe (§ 4.2). En conséquence, nous avons mis en œuvre une évaluation intrinsèque de l'ensemble du Groupe par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) issus du consensus des analystes¹⁶³ suivant le titre Direct Energie à l'horizon 2020.

Nous avons prolongé les données du consensus sur cinq ans *i.e.* jusqu'en 2025 (la « Période d'Extrapolation »), en fonction des hypothèses suivantes :

- une augmentation du chiffre d'affaires avec une croissance annuelle qui se réduit progressivement pour atteindre en valeur terminale les prévisions d'inflation à long terme en France ;
- une stabilité de la marge d'EBITDA ;
- une stabilité du taux d'imposition du résultat d'exploitation¹⁶⁴ ;
- une convergence entre le niveau des investissements ressortant du consensus des analystes et notre estimation d'un niveau d'investissement moyen normatif pour l'ensemble des activités et sur un cycle complet d'exploitation ;
- une variation du besoin en fonds de roulement (BFR) calculée en fonction d'un niveau de BFR stable en pourcentage du chiffre d'affaires.

La consommation des déficits fiscaux reportables a par ailleurs été intégrée dans la modélisation des flux de trésorerie.

Le taux d'actualisation retenu pour déterminer la valeur d'entreprise, soit 6,7%, correspond au taux d'actualisation applicable au Groupe pris dans son ensemble (§ 4.5.1.1.2). Nous relevons que :

- ce taux se situe dans la fourchette des taux d'actualisation retenus par les analystes ;
- qu'il renvoie à un multiple implicite de sortie en valeur terminale de 15,4x l'EBIT, multiple relativement élevé.

¹⁶² La rémunération des peines et soins à partir de l'exercice 2018 est intégrée dans le PMT Commerce.

¹⁶³ Consensus *Bloomberg* fin juin 2018.

¹⁶⁴ Sur la base d'un taux d'impôt ayant convergé à environ 26% en 2022 (§ 4.1.4).

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres, nous avons déduit de la valeur d'entreprise la dette nette financière du Groupe (§ 4.1.5.1).

La valeur intrinsèque de l'Action se situe dans une fourchette de 32,5 € à 41,3 € avec une valeur centrale de 36,6 €, sur un axe prenant comme pivot le taux de croissance normative de 1,9% en lien avec les prévisions d'inflation (§ 4.5.1.1.3) et une variation du taux d'actualisation de +/- 0,3%¹⁶⁵ par rapport au taux de 6,7% (§ 4.5.1.1.2) :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)					
Croissance normative	Taux d'actualisation				
	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
1,70%	43,8 €	38,8 €	34,5 €	30,6 €	27,2 €
1,80%	45,2 €	40,0 €	35,5 €	31,5 €	28,0 €
1,90%	46,6 €	41,3 €	36,6 €	32,5 €	28,8 €
2,00%	48,1 €	42,6 €	37,7 €	33,4 €	29,7 €
2,10%	49,7 €	43,9 €	38,9 €	34,5 €	30,5 €

4.5. Évaluation du Groupe en somme des parties

Les méthodes d'évaluation en somme des parties (SOP), présentées ci-après, ont été appliquées en fonction des spécificités de chacune des divisions du Groupe. La valeur globale des fonds propres du Groupe a ainsi été obtenue en combinant les valeurs de fonds propres implicites des Divisions Commerce, Production et Quadran.

4.5.1. Valorisation des Divisions Production et Commerce

4.5.1.1. Valorisation intrinsèque en DCF

Nous avons recherché la valeur intrinsèque attachée aux activités Commerce et Production en actualisant, à compter du 1^{er} janvier 2018, les flux de trésorerie prévisionnels issus des plans d'affaires¹⁶⁶ établis par la Direction en fonction (i) des **Périodes Explicites** et (ii) des **Périodes d'Extrapolation** précédemment décrites (§ 4.2.1 et § 4.2.2.1).

4.5.1.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

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, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, en fonction du niveau des fonds propres et des financements externes. Les *cash-flows* futurs correspondent schématiquement à l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) fiscalisé diminué des investissements (Capex) et ajusté de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

¹⁶⁵ La variation du taux d'actualisation a été volontairement restreinte à 0,3% sur le périmètre d'ensemble du Groupe, dans la mesure où la valeur de transaction de Quadran constitue selon nous une valeur plancher ; pour mémoire, la valorisation de l'Action en DCF est particulièrement sensible aux paramètres retenus, notamment au taux d'actualisation.

¹⁶⁶ PMT Commerce et PMT Production.

Le calcul de la valeur résiduelle, ou valeur terminale, calculée en l'espèce au-delà de la Période d'Extrapolation se fonde sur l'estimation, en année récurrente, d'un *cash-flow* libre durable ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme¹⁶⁷, et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme¹⁶⁸.

4.5.1.1.2. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé sur la base du coût moyen pondéré du capital, apprécié à partir du beta Action de Direct Energie en l'absence de comparables pertinents pour apprécier le niveau de risque associé aux Divisions Commerce et Production (§ 4.3.3).

Les composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁶⁹ ;
- un coefficient beta Action de Direct Energie égal à **0,86**, correspondant à une moyenne observée sur 5 ans ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,4%**¹⁷⁰ ;
- un coût de la dette après impôt égal à **3,0%**, correspondant à un coût avant impôt de 4,0% estimé à partir du *yield to maturity* des emprunts obligataires émis par le Groupe.

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé à **6,7%**¹⁷¹ :

Taux d'actualisation	
Approche indirecte - WACC	
Taux sans risque	0,8%
Beta action	0,86
Prime de risque	7,4%
Coût des fonds propres	7,2%
Coût de la dette avant impôts	4,0%
Coût de la dette après impôts	3,0%
Taux d'actualisation	6,7%

4.5.1.1.3. Taux de croissance

La valeur terminale, pour la Division Commerce, a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de **1,9 %** à l'horizon du PMT Commerce, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme en France¹⁷².

¹⁶⁷ Dans le cadre de nos travaux, afin de tenir compte des spécificités attachées aux différentes activités du Groupe, nous avons estimé une valeur terminale uniquement pour la Division Commerce, dont la continuité d'exploitation peut être prolongée sur le long terme. S'agissant de l'activité Production, la fin de vie des actifs a été fixée en accord avec la Direction après 110.000 à 130.000 heures de fonctionnement (§ 4.2.2.1).

¹⁶⁸ Méthode dite de Gordon Shapiro.

¹⁶⁹ Source : [Banque de France](#).

¹⁷⁰ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,2%**, qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8%, induit une prime de risque de **7,4%**. Source : [Ledouble](#). L'exposition du Groupe, en termes de risque, aux marchés étrangers a été assimilée à celle du marché français.

¹⁷¹ Aucun risque complémentaire de réalisation du PMT Commerce et Production n'a été ajouté.

¹⁷² FMI (2018). Taux de croissance compatible avec les prévisions. « [World Economic Outlook Database](#) », avril.

4.5.1.2. Valorisation analogique par les transactions

4.5.1.2.1. Transactions externes au Groupe

Bien qu'elle présente des limites dans son application du fait de contextes et de conditions propres à chaque transaction, la méthode des comparables transactionnels a été retenue pour valoriser l'Action. À titre d'exemple, la présence de clients bénéficiant de tarifs régulés augmente sensiblement les multiples observés ; l'incidence des spécificités sur le niveau des multiples observés est toutefois difficile à appréhender.

Nous avons néanmoins déterminé la valeur théorique de l'Action pour un investisseur, par application (i) du multiple moyen de valeur d'entreprise par client¹⁷³, soit **346 €** sur le parc de clients actuel et à venir et (ii) du multiple médian de capacité¹⁷⁴, soit **0,26 M€/MW** sur appliqué sur les activités de Production.

Ces multiples ont été calculés sur un panel de transactions présentées en **Annexe 10**.

Notre fourchette de valeurs a été déterminée en appliquant :

- l'évolution du nombre de clients retenu dans le PMT Commerce sur la période 2017 - 2020¹⁷⁵ au multiple moyen de valeur d'entreprise par client observé sur notre échantillon¹⁷⁶ ;
- le multiple médian de capacité aux capacités des trois centrales Bayet, Marcinelle et Landivisau, sans toutefois tenir compte des financements nécessaires à la construction de cette dernière.

Les résultats de cette analyse sont présentés ci-après (§ 4.5.3.2)

4.5.1.2.2. Transactions internes au Groupe

Nous avons également approché la valeur de l'Action par référence aux multiples de capacité ressortant de l'acquisition des centrales de Bayet et Marcinelle.

Compte tenu du contexte de marché¹⁷⁷ de l'époque, l'application des paramètres associés à ces transactions nous paraît toutefois peu pertinente pour valoriser l'Action et aboutirait à une valeur très basse.

4.5.1.2.3. Manifestations d'intérêt antérieures à l'Opération

La Direction nous a confirmé l'absence de manifestations d'intérêt de la part d'investisseurs antérieures à l'Opération en vue de l'acquisition des titres de la Société ou de ses filiales.

¹⁷³ Multiple client de l'activité Commerce : VE/nombre de clients, appliqué au nombre de clients issu du PMT Commerce.

¹⁷⁴ Multiple capacité de l'activité Production : VE/capacité (M€/MW), appliqué aux capacités de l'ensemble des centrales issues du PMT Production.

¹⁷⁵ Les multiples 2018, 2019 et 2020 ont été actualisés au taux d'actualisation de 6,7% (§ 4.5.1.1.2).

¹⁷⁶ Les capacités de production de la Division Production (deux usines) étant fixes, il n'y pas lieu à une telle analyse pour cette Division.

¹⁷⁷ Rachat à des sociétés en surcapacité productive, donc à un prix très bas et non représentatif de leur valeur d'utilité.

4.5.2. Valorisation de la Division Quadran

Nous détaillons ci-dessous la valorisation de la Division Quadran.

4.5.2.1. Valorisation intrinsèque en DDM

Selon la méthode d'évaluation par l'actualisation des dividendes futurs (*Dividend Discount Model* ou DDM), la valeur des titres d'une entité est égale à la valeur actuelle des dividendes futurs susceptibles d'être distribués aux actionnaires.

Cette méthode d'évaluation nous paraît adaptée pour valoriser la société Quadran compte tenu de son modèle économique qui se caractérise par (i) une forte intensité capitalistique et (ii) des remontées de dividendes aux actionnaires sur longue période après prise en compte du remboursement de la dette financière externe attachée aux projets.

Ainsi, nous avons recherché la valeur intrinsèque de la société Quadran à partir du plan d'affaires vendeur utilisé dans le cadre de son acquisition par Direct Energie en juin 2017, qui anticipe une fin de vie des actifs en 2049 ; nous n'avons, par conséquent, pas retenu de valeur terminale dans nos travaux d'évaluation.

Une grande partie de la valeur provient des projets dits « en portefeuille » lors de l'acquisition de Quadran, qui correspondent maintenant à des projets pour lesquels les autorisations administratives ont été obtenues et les contrats de vente d'électricité ont été signés.

Le taux d'actualisation retenu correspond au coût des fonds propres (*Cost of Equity*), dont les composantes sont rappelées ci-après :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁷⁸ ;
- un beta réendetté de **0,99** à partir du *gearing* moyen sectoriel¹⁷⁹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,4%**¹⁸⁰.

Sur cette base, le taux d'actualisation, aux bornes de l'activité Quadran, ressort à **8,1%** :

Taux d'actualisation	
Coût des fonds propres	
Taux sans risque	0,8%
Beta réendetté	0,99
Prime de risque	7,4%
Coût des fonds propres	8,1%

¹⁷⁸ Source : [Banque de France](#).

¹⁷⁹ Source : Bloomberg

¹⁸⁰ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,2%**, qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8%, induit une prime de risque de **7,4%**. Source : [Ledouble](#).

4.5.2.2. Prix de transaction

L'antériorité récente de l'acquisition du groupe Quadran en fait une transaction dont le prix peut servir de référence.

Le prix d'acquisition total reconnu à la date d'acquisition, qui s'élève à 395,7 M€ part du groupe, se ventile comme suit :

M€	
Prix d'acquisition comptant	303,0
Complément de prix numéraire reconnu à la date d'acquisition	26,0
Complément de prix BSA reconnu à la date d'acquisition	12,9
Juste valeur de la part résiduelle payable en numéraire	6,5
Juste valeur de la part résiduelle payable en actions	47,3
Prix d'acquisition total	395,7

4.5.3. Synthèse des valorisations en somme des parties

Le cumul des valeurs individuelles des divisions Commerce, Production et Quadran met en évidence les valeurs suivantes :

4.5.3.1. Valorisation intrinsèque

La valeur intrinsèque en SOP correspond à la somme de :

- la valeur d'entreprise des divisions Commerce et Production, estimée à partir des modèles DCF fondés sur leurs PMT respectifs, à laquelle est déduite la dette financière nette (§ 4.1.5.1) ;
- la valeur du périmètre Quadran estimée directement à partir du modèle DDM fondé sur le PMT Quadran.

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations combinées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle appliqués à la Division Commerce¹⁸¹ :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)					
Croissance normative	Taux d'actualisation				
	5,7%	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%
1,70%	40,0 €	36,4 €	33,5 €	31,1 €	29,2 €
1,80%	40,6 €	36,8 €	33,8 €	31,4 €	29,4 €
1,90%	41,3 €	37,3 €	34,2 €	31,7 €	29,7 €
2,00%	42,0 €	37,9 €	34,6 €	32,0 €	29,9 €
2,10%	42,7 €	38,4 €	35,1 €	32,4 €	30,2 €

¹⁸¹ La Division Commerce contribue à l'essentiel de la valeur de l'Action et présente la plus grande sensibilité aux paramètres du marché. Nous considérons qu'il s'agit de la division soumise aux aléas les plus significatifs.

La valeur intrinsèque de l'Action se situe dans une fourchette de 31,7 € et 37,3 € avec une valeur centrale de 34,2 €, sur un axe prenant comme pivot le taux de croissance normative de 1,9% en lien avec les prévisions d'inflation (§ 4.5.1.1.3) et une variation du taux d'actualisation de +/- 0,5% par rapport au taux de 6,7% (§ 4.5.1.1.2).

Nous présentons également, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action à la variation du taux de marge brute de la Division Commerce (§ 4.2.1) :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)				
Variation du taux Marge Brute (%)				
-1,00%	-0,50%	0,0%	0,50%	1,00%
25,6 €	29,9 €	34,2 €	38,5 €	42,9 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur intrinsèque de l'Action entre 29,9 € et 38,5 €, et illustre la forte sensibilité de cette valeur unitaire aux variations du taux de marge brute : une évolution de +/- 0,5% du taux de marge brute équivaut à environ +/- 4,3 € par Action.

4.5.3.2 Valorisation analogique

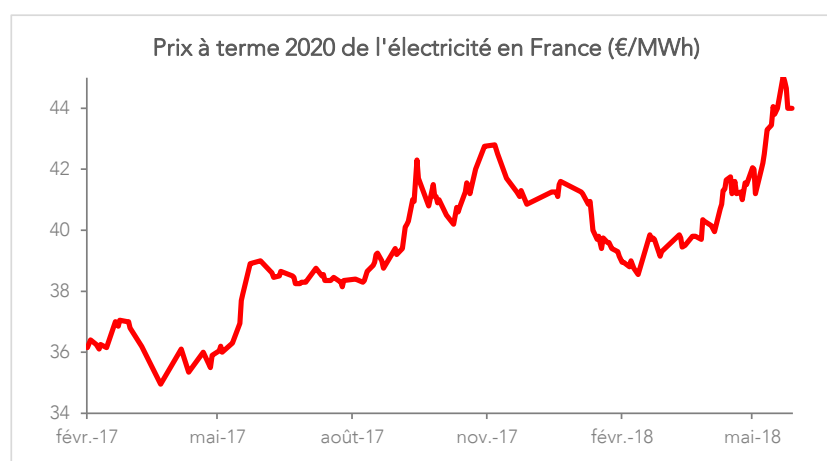
La valeur analogique en SOP par l'approche transactionnelle correspond à la somme de :

- la valeur d'entreprise des Divisions Commerce et Production, estimée à partir des multiples de clientèle et de capacité (§ 4.5.1.2.1), appliqués respectivement aux agrégats des PMT Commerce et Production ; nous déduisons de la valeur d'entreprise la dette financière nette analogique de 125,7 M€ portée par ces deux divisions (§ 4.1.5.2) ;
- la valeur de transaction Quadran d'un montant de 395,7 M€ (§ 4.5.2.2).

Sur cette base, la valeur unitaire de l'Action se situe entre 32,2 € et 38,0 €.

4.5.4. Référence à l'augmentation de capital réalisée par Direct Energie le 11 juillet 2017

Les conditions de marché ont évolué de manière significative depuis l'augmentation de capital intervenue en juillet 2017. Les acteurs du marché de l'énergie ont notamment subi la hausse des prix de gros de l'électricité, dont l'évolution depuis 2017 est présentée ci-après :



Par ailleurs, l'arrivée de nouveaux concurrents à partir du quatrième trimestre 2017 implique à terme (i) une majoration du coût d'acquisition et de fidélisation des clients ainsi (ii) qu'une pression sur les prix de vente qui, selon la Direction, a vocation à s'intensifier.

Ces constats ont conduit la Direction à réviser le PMT Commerce, en particulier en ce qui concerne le niveau de marge attendu sur cette division.

En outre, l'évolution des conditions de marché s'est traduite par :

- la chute du cours de bourse entre la date de réalisation de l'augmentation de capital et la date d'annonce de l'Opération (-39,9%) ;
- la baisse du consensus¹⁸² des analystes anticipant une nette dégradation de la rentabilité :

Synthèse des cours cible				
Analyste	Date	Cours cible	Date	Cours cible
		au 17/04/2018		au 14/06/2017
Exane BNP Paribas	17-avr.-18	40,0 €	n.d.	n.d.
CM- CIC	10-avr.-18	54,0 €	17-mai-17	60,0 €
Gilbert Dupont	21-mars-18	36,0 €	11-mai-17	42,6 €
Midcap Partners	16-mars-18	45,0 €	16-mai-17	46,3 €
Kepler Cheuvreux	15-mars-18	35,0 €	n.d.	n.d.
Oddo BHF	15-mars-18	36,0 €	2-juin-17	49,0 €
Médiane		38,0 €		47,7 €
Moyenne		41,0 €		49,5 €

Source : Bloomberg

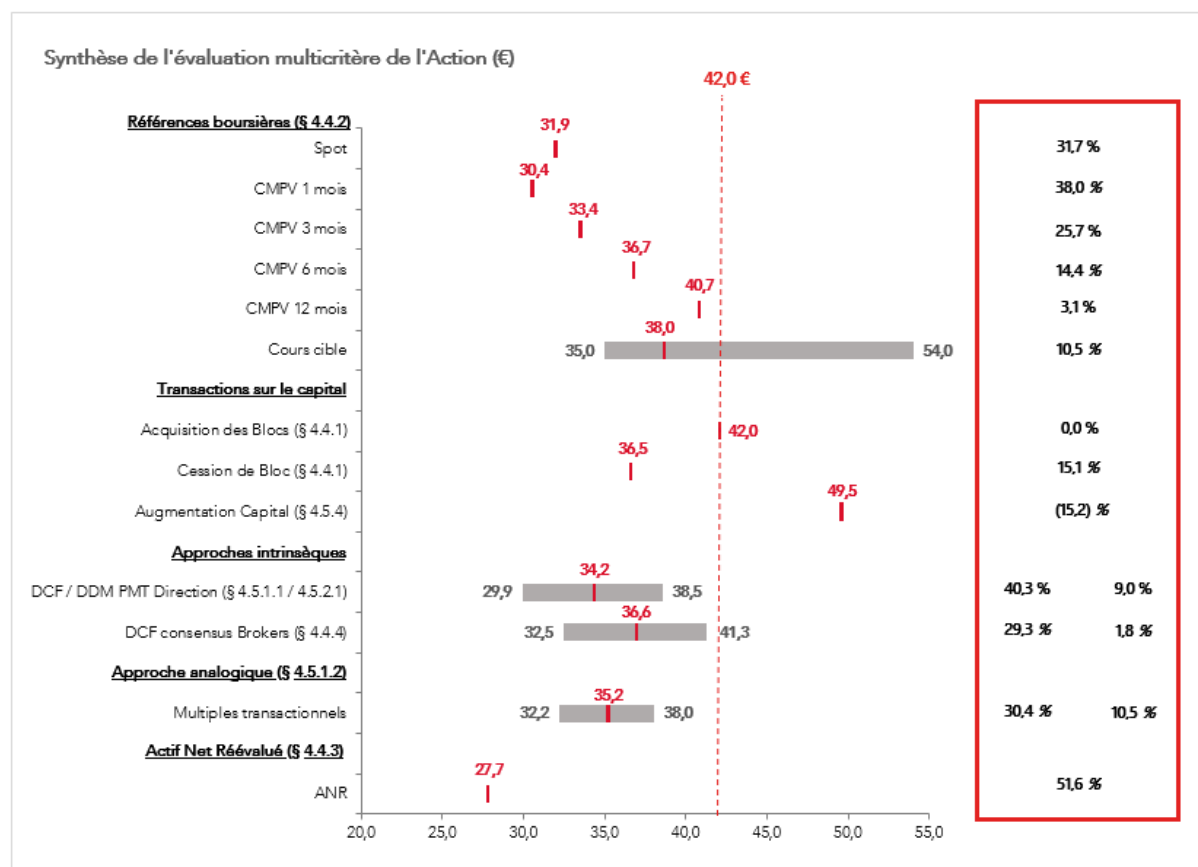
Nous considérons par conséquent qu'au vu des conditions de marché actuelles, la référence à l'augmentation de capital intervenue en juillet 2017 ne peut être retenue pour l'appréciation du Prix d'Offre.

¹⁸² Au 17 avril 2018 (date précédant l'annonce de l'Offre) et au 14 juin 2017 (jour précédant l'annonce de l'acquisition de Quadran).

5. Synthèse

5.1. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 42,0 € coupon détaché sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



En synthèse, le Prix d'Offre fait ressortir une prime sur nos principales références et méthodes d'évaluation :

- la référence au cours de bourse spot au 17 avril 2018 extériorise une prime de 31,7% et constitue selon nous une référence incontournable compte tenu de la liquidité de l'Action. Par ailleurs, durant les six derniers mois avant l'Offre, la totalité des volumes a été échangée à un cours inférieur à 42,0 € coupon détaché ;

- la valorisation intrinsèque établie à partir des plans d'affaires de la Direction fait ressortir une valeur centrale de 34,2 € par Action, soit une prime implicite de 22,7%, étant rappelé que :
 - le PMT Commerce, approuvé par le Conseil d'Administration de Direct Energie, est établi dans le contexte de marché actuel, et dès lors rend compte de l'estimation la plus récente de la Direction sur les perspectives d'activité et de rentabilité ;
 - nous soulignons que ces prévisions sont susceptibles d'évolutions significatives et rapides en fonction des modifications qui pourraient intervenir dans le coût des approvisionnements et la situation concurrentielle du marché, notamment en ce qui concerne la commercialisation de l'électricité ;
 - la valeur de l'Action est très sensible à l'évolution du niveau de la marge brute dont il est difficile de présager qu'elle puisse évoluer sensiblement à la hausse dans les conditions actuelles du marché ;
- la référence aux multiples transactionnels à titre de recoupement extériorise, en valeur centrale (35,2 €) une prime de 19,4%.

La référence à l'Acquisition des Blocs au prix de 42,0 € par Action, égal au Prix d'Offre, dans le contexte actuel du marché, constitue également une référence, cette transaction ayant été conclue entre acteurs avisés.

S'agissant du prix de souscription à l'augmentation de capital de Direct Energie intervenue en juillet 2017, nous considérons qu'il ne reflète plus la valeur actuelle de l'Action compte tenu de l'évolution des conditions de marché marquée notamment par (i) la hausse du prix d'approvisionnement de l'électricité et (ii) l'intensification de la concurrence.

5.2. Synergies et gains économiques

L'Initiateur nous a confirmé l'absence de plan d'affaires sur le périmètre du Groupe.

Selon le tableau de synthèse qui nous a été remis, l'intégration de Direct Energie devrait permettre d'asseoir les coûts fixes supportés par les deux entités sur une base de clients plus large, et par une avance de phase, d'accélérer le développement dans la distribution d'électricité et de gaz en France et en Belgique, conformément aux déclarations de Total lors de l'annonce de l'Opération (§ 2.6) :

- à court terme, l'intégration de Direct Energie devrait également permettre de réduire les efforts marketing envisagés par le groupe Total ;
- à moyen terme, Total souhaite faire bénéficier ses filiales Total Spring et Lampiris des systèmes d'information mis en place par Direct Energie, et mutualiser l'effort marketing et commercial ;
- l'Initiateur a évoqué à titre illustratif un objectif de synergies de l'ordre de 250 à 300 M€ sur 10 ans.

L'Initiateur nous a confirmé avoir intégré ces synergies pour déterminer le Prix d'Offre.

6. Analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

Nous avons examiné la restitution¹⁸³ des travaux d'évaluation réalisés par Lazard Frères Banque et Société Générale.

À titre liminaire, il convient de préciser qu'à la différence de Ledouble, ni l'Initiateur, ni les Établissements Présentateurs n'ont eu d'échanges avec la Direction sur les perspectives financières du Groupe, ni communication par Direct Energie d'un plan d'affaires par activité.

Lazard Frères Banque et Société Générale ont ainsi mis en œuvre des méthodes de valorisation intrinsèque et analogique en s'appuyant essentiellement sur des informations communiquées par Direct Energie au marché¹⁸⁴ et une revue critique des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action ; nous avons été en mesure d'effectuer ces mêmes travaux, mais avec une granularité plus fine en raison de notre accès aux membres et aux informations de la Direction.

Sous cette réserve, les critères d'évaluation retenus par les Établissements Présentateurs à titre principal se révèlent néanmoins relativement proches des nôtres.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

6.1. Nombre d'Actions

Du fait de la présence d'instruments dilutifs (§ 4.1.2), nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été établis par référence à un nombre de titres dilué en considérant :

- les différents plans d'Options (§ 2.2.3) ;
- une augmentation du nombre d'Actions liée à l'exercice de la totalité des Options en circulation¹⁸⁵ au 31 décembre 2017, par la contrepartie d'une augmentation de la trésorerie nette de la Société à hauteur du montant global du prix d'exercice attaché à ces Options.

Les Établissements Présentateurs ont également simulé l'impact dilutif des Options, mais en utilisant la *Treasury Stock Method*¹⁸⁶. Les Établissements Présentateurs ont par ailleurs retenu l'exercice des BSA Quadran dans leur calcul du nombre d'Actions diluées, alors que nous avons pris en compte leur incidence au niveau de la dette financière nette.

¹⁸³ Sous la forme du rapport d'évaluation établi par Lazard Frères Banque et Société Générale et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre inclus dans le dernier projet de note d'information de l'Initiateur.

¹⁸⁴ Nombre de clients, puissance par type d'installation de production d'électricité.

¹⁸⁵ Les options sont toutes proches de la monnaie ou dans la monnaie, étant rappelé qu'au 31 décembre 2017, 1.354.309 Options sont exerçables et 525.875 Options ne le sont pas (§ 4.1.2).

¹⁸⁶ Cette méthode consiste à prendre l'hypothèse que l'entreprise utilise la trésorerie résultant de l'exercice des options pour racheter sur le marché une partie de ses propres actions.

6.2. Dette financière nette ajustée

Nous présentons, ci-après, les principaux écarts liés aux ajustements de la Valeur d'Entreprise (VE) pratiqués respectivement par Ledouble pour les approches d'évaluation intrinsèque et par les Établissements Présentateurs¹⁸⁷ :

Passage de la VE à la valeur des capitaux propres	
M€	
Ajustements Ledouble à la VE	947,5
Trésorerie provenant de l'exercice des Options	38,8
Dettes des filiales Quadran mises en équivalence	(227,4)
Participations mises en équivalence	(34,3)
Intérêts minoritaires	6,3
Périmètre Landivisiau	(22,0)
Compléments de prix	(54,5)
Déficits reportables	(37,2)
Autres	12,0
Ajustements Etablissements Présentateurs à la VE	629,1

L'examen comparé des ajustements appelle de notre part les commentaires suivants :

- nous avons pris en compte l'endettement financier des principales entités du périmètre Quadran mises en équivalence au 31 décembre 2017¹⁸⁸ (227,4 M€), les flux de trésorerie de ces entités étant intégrés en totalité dans nos travaux d'évaluation ;
- les flux liés aux participations mises en équivalence et aux intérêts minoritaires sont directement modélisés dans nos travaux d'évaluation, à la différence des Établissements Présentateurs qui prennent en compte leur valeur nette comptable dans le passage de la VE à la valeur des capitaux propres pour des montants respectivement de 34,3 M€ et 6,3 M€ ;
- nous avons intégré le projet Landivisiau dans la valorisation de la Division Production. Les Établissements Présentateurs ont quant à eux pris en compte la valeur du projet dans le passage de la VE à la valeur des capitaux propres, pour un montant de 22,0 M€ ;
- nous avons déduit de la VE la valeur des compléments de prix Quadran payables en Actions¹⁸⁹ et en numéraire¹⁹⁰ ainsi que les compléments de prix résiduels sur les précédentes acquisitions de centrales¹⁹¹. Les Établissements Présentateurs intègrent la valeur du complément de prix Quadran payable en Actions via le nombre d'Actions utilisé pour le calcul de la valeur unitaire de l'Action (§ 6.1) et tiennent également compte de la valeur du complément de prix Quadran payable en numéraire dans le passage de la VE à la valeur des capitaux propres ;

¹⁸⁷ A la différence de Ledouble, les Établissements Présentateurs n'ont pas distingué les éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres en fonction des méthodes d'évaluation.

¹⁸⁸ Quadrica, Aerowatt Energies 1 et Aerowatt Energies 2.

¹⁸⁹ 47,3 M€.

¹⁹⁰ 26,0 M€.

¹⁹¹ 7,2 M€.

- les Établissements Présentateurs ont retenu dans leurs ajustements les déficits reportables pour leur part activée au 31 décembre 2017 (37,2 M€) ; nous avons modélisé la chronique de l'intégralité des déficits reportables dans les flux prévisionnels de trésorerie concourant à la VE. La valeur implicite ainsi calculée, d'un montant total de 77,1 M€¹⁹², a été intégrée dans notre calcul de la dette financière nette retenue pour les méthodes analogiques ;
- les autres écarts, d'un montant total de 12,0 M€, se rapportent au traitement des produits à recevoir et des autres provisions pour risques et charges.

6.3. Méthodes retenues à titre principal par les Établissements Présentateurs et par Ledouble

6.3.1. Acquisition des Blocs

Lazard Frères Banque et Société Générale ont jugé pertinente la référence à l'acquisition auprès des Cédants de plusieurs blocs minoritaires conférant *in fine* à Total la majorité du capital de Direct Energie¹⁹³, en considérant que le prix proposé (42,0 € par Action coupon détaché) intégrait une prime de contrôle.

Nous avons également tenu compte de cette référence de valorisation, les Accords Connexes faisant par ailleurs l'objet d'un examen pour l'émission de notre opinion sur les conditions financières de l'Offre (§ 2.5 et § 7).

6.3.2. Analyse du cours de bourse de l'Action

Notre analyse du cours de bourse de l'Action est équivalente à celle effectuée par les Établissements Présentateurs, aucun écart ne ressortant dans nos calculs respectifs de cours moyens pondérés par les volumes.

6.3.3. Analyse du cours cible de l'Action

Au même titre que Ledouble, les Etablissements Présentateurs n'ont pas retraité les cours cible du dividende de 0,35 €.

¹⁹² Notre estimation de la valeur actuelle des déficits reportables tient compte des parts de déficits reportables activée et non activée.

¹⁹³ Acquisition des Blocs auprès des principaux actionnaires de la Société (Impala SAS, AMS Industries, Lov Group Invest, EBM Trirhena, M. Xavier Caïtucoli et Crescendix, Luxempart) en date du 17 avril 2018.

6.3.4. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

Lazard Frères Banque et Société Générale ont estimé la Valeur d'Entreprise de Direct Energie par une somme des parties en retenant :

- pour l'activité de fourniture d'énergie, les multiples d'EBITDA (12,5x) et de valeur d'entreprise par client (312 €)¹⁹⁴ d'un panel de transactions intervenues dans le secteur, appliqués à la marge à fin 2017 (EBITDA de 106 M€), et à un portefeuille anticipé de 3 millions de clients¹⁹⁵ à fin 2018 ;
- pour les CCGT¹⁹⁶, le multiple de capacité (0,2 M€/MW) obtenu à partir d'une seule transaction de référence¹⁹⁷ ;
- pour les activités de production éolienne et solaire, les multiples moyens de capacité des transactions observées (1,4 M€/MW pour l'éolien, 3,1 M€/MW pour le solaire) appliqués aux capacités installées de Quadran à fin 2017 ;
- pour les activités de production biogaz et hydraulique, les multiples moyens de capacité des transactions observées (3,6 M€/MW pour le biogaz, 3,8 M€/MW pour l'hydraulique) appliqués aux capacités installées de Quadran à fin 2017¹⁹⁸.

Les Établissements Présentateurs ont ensuite soustrait à la valeur d'entreprise ainsi calculée la dette financière nette ajustée pour aboutir à la valeur des capitaux propres du Groupe (§ 6.2)¹⁹⁹.

La méthode analogique transactionnelle que nous avons mise en œuvre a été menée par les Établissements Présentateurs selon une démarche similaire, avec toutefois des références d'échantillons²⁰⁰ présentant quelques disparités liées notamment à la période de recensement des transactions du secteur. Nos résultats convergent néanmoins avec ceux des Établissements Présentateurs.

¹⁹⁴ Les Établissements Présentateurs ont privilégié l'application du multiple de marge le plus élevé à l'EBITDA à fin 2017 et du multiple moyen au nombre de clients anticipé à fin 2018, eu égard au rythme d'acquisitions clients jugé particulièrement soutenu, à des niveaux de marges supérieurs à ceux constatés dans le secteur, et à une taille plus importante de Direct Energie par rapport à ses comparables.

¹⁹⁵ Ledouble a retenu un multiple moyen de VE par client appliqué aux agrégats 2018 et 2019.

¹⁹⁶ Uniquement les centrales de Bayet et Marcinelle, la valeur du projet Landivisiau, incluse dans la dette nette ajustée, étant celle calculée par Kepler Chevreux.

¹⁹⁷ Ledouble a retenu pour les centrales existantes et pour le projet Landivisiau un multiple médian des capacités existantes et prospectives de 0,26 M€ / MW.

¹⁹⁸ Ledouble a valorisé le périmètre Quadran, auquel correspondent les activités de production à partir d'énergies renouvelables, par référence à l'acquisition de 2017.

¹⁹⁹ Ledouble a retranché aux valeurs d'entreprise obtenues pour les activités de fourniture et les CCGT la dette nette qui leur est directement attribuable.

²⁰⁰ Les échantillons de transactions retenus par les Établissements Présentateurs et Ledouble sont présentés en Annexe 10.

6.3.5. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

La valorisation intrinsèque effectuée par Lazard Frères Banque et Société Générale procède (i) d'une modélisation des agrégats 2018, 2019 et 2020 du compte de résultat et des flux de trésorerie consolidés à partir d'un consensus ressortant de notes d'analystes financiers²⁰¹, et (ii) de leur extrapolation à partir d'études sectorielles jusqu'à un horizon normatif :

- la période explicite de ce consensus a été prolongée jusqu'en 2027 en stabilisant la marge d'EBITDA et le niveau de BFR par rapport au chiffre d'affaires ; ont été différenciés, dans la construction de l'extrapolation, les investissements liés aux activités Production et Commerce :
 - les coûts de maintenance des installations ont été calculés à l'appui de l'étude IHS LCOE²⁰² ; les autres investissements modélisés pour l'activité Production correspondent à la croissance du parc renouvelable présentée au marché jusqu'à une capacité de 2.000 MW en 2027²⁰³ ;
 - les investissements informatiques historiques de l'activité Commerce sont supposés en baisse de moitié ;
- les Établissements Présentateurs ont prolongé en année normative les taux de marge et le niveau de BFR de la période d'extrapolation, et ont posé des hypothèses relatives aux coûts de maintenance et de renouvellement du parc installé²⁰⁴.

De la même manière, nous avons mis en œuvre une évaluation intrinsèque fondée sur le consensus de *brokers* (§ 4.4.4) qui a toutefois été complétée par une évaluation détaillée par activité (§ 4.5.1.1, § 4.5.2.1).

Les Établissements Présentateurs ont chiffré un coût du capital égal à 6,8%²⁰⁵ et ont eu recours à la méthode de Gordon Shapiro avec une hypothèse de croissance à l'infini de 1,9%. Ces paramètres sont en ligne avec ceux que nous avons déterminés.

6.4. Méthodes écartées par les Établissements Présentateurs

Les Établissements Présentateurs ont écarté :

- la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers estimant, comme Ledouble, qu'aucune société cotée ne présente un profil comparable à Direct Energie en termes de taille, de perspective de croissance et de nature d'activités ;

²⁰¹ Notes de Gilbert Dupont (15/05/2018), Oddo BHF (15/05/2018), Kepler Chevreux (19/04/2018) et Exane (15/03/2018).

²⁰² Etude IHS Levelized Cost of Electricity for Renewables, 2011-40.

²⁰³ A raison de 1,2 M€ / MW (estimation par Kepler Chevreux).

²⁰⁴ Notamment, taux de maintenance de 50% pour l'IT, renouvellement tous les 30 ans du parc renouvelable, tous les 40 ans des CCGT.

²⁰⁵ Les Établissements Présentateurs estiment que le coût du capital retenu est en ligne avec celui fourni par les analystes suivants dans leurs notes : Oddo BHF (15/03/2018) : coût du capital compris entre 5,9% et 7,0% ; Exane (15/03/2018) : 6,7% ; Kepler Cheuvreux (15/03/2018) : 7,1%.

- l'augmentation de capital du 12 juillet 2017 au prix de souscription de 49,5 €, en soulignant notamment (i) l'entrée de nouveaux concurrents au second semestre 2017 et une hausse significative des prix de gros de l'électricité ainsi que (ii) la publication de résultats 2017 en deçà des attentes du marché.

Nous avons mentionné ces méthodes et les résultats qui en découlent tout en en présentant les limites. Nous rejoignons en particulier l'analyse des Établissements Présentateurs sur l'évolution de la situation du Groupe depuis l'augmentation de capital intervenue l'an dernier.

6.5. Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

Référence / méthode	Ledouble		Etablissements Présentateurs	
	€ / action	Prime / (décote)	€ / action	Prime / (décote)
Prix d'Offre	42,0 €		42,0 €	
Références boursières				
Spot	31,9 €	31,7%	31,9 €	31,7%
Moyenne pondérée 1 mois	30,4 €	38,0%	30,4 €	38,0%
Moyenne pondérée 3 mois	33,4 €	25,7%	33,4 €	25,7%
Moyenne pondérée 6 mois	36,7 €	14,4%	36,7 €	14,4%
Moyenne pondérée 12 mois	40,7 €	3,1%	40,7 €	3,2%
Cours cible	38,0 €	10,5%	38,0 €	10,5%
Approches intrinsèques				
Prévisions Direction	34,2 €	22,7%	n.a.	n.a.
Prévisions Brokers	36,6 €	14,8%	36,0 €	16,7%
Approche analogique				
Multiples transactions	35,2 €	19,4%	36,3 €	15,9%
Transactions sur le capital				
Acquisition des Blocs	42,0 €	0,0%	42,0 €	0,0%

7. Analyse des Accords Connexes

Les Accords Connexes constituent, avec les Notes d'Information, le *corpus* juridique de l'Opération (§ 2.5).

7.1. Contrat d'Acquisition et Avenant au Contrat d'Acquisition

Les termes du Contrat d'Acquisition et de son avenant (§ 2.5.1) mettent en exergue le descriptif de la structure et des objectifs de l'Opération résumés dans les Notes d'Information.

En cas de Complément de Prix, les actionnaires apportant à l'Offre²⁰⁶ en bénéficieraient.

Ces éléments n'appellent pas d'observation particulière de notre part au regard de la problématique des Accords Connexes.

7.2. Accord de Rapprochement, Contrats de Liquidité et Avenants aux Contrats de Liquidité

Nos observations portent sur l'Accord de Rapprochement (§ 2.5.2), ainsi que sur les Contrats de Liquidité et leurs Avenants (§ 2.5.3), également récapitulés dans les Notes d'Information.

Le Contrat de Liquidité et son Avenant pour les Actions Indisponibles détenues par la Holding Patrimoniale Crescendix, prévoient que le Prix d'Exercice sera de 42,0 € (égal au Prix d'Offre), avec le bénéfice du Complément de Prix, quelle que soit la date d'exercice des promesses ; ce dispositif est identique à celui de l'Offre.

Le Mécanisme de Liquidité permet potentiellement aux dirigeants personnes physiques, M. Xavier Caïtucoli, M. Fabien Choné et M. Sébastien Loux, en leur qualité de mandataires sociaux²⁰⁷, de bénéficier, au titre de leurs Actions Gratuites Indisponibles et de leurs Actions Sous-Jacentes Indisponibles :

- jusqu'au 17 avril 2019, d'un prix d'exercice fixe de 42,0 €, intégrant le bénéfice du Complément de Prix ;
- d'une indexation du Prix d'Offre sur le cours de l'action ordinaire de Total à compter du 17 avril 2019, première date anniversaire du Contrat de Liquidité.

Cette indexation présente les caractéristiques suivantes :

- les Promesses ne peuvent être exercées qu'en cas de situation de liquidité insuffisante des Actions Indisponibles ;

²⁰⁶ Dans le cadre de la procédure centralisée.

²⁰⁷ Conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 II du Code de commerce, le Conseil d'Administration a décidé de fixer à 20% la quote-part d'Actions Gratuites attribuées aux mandataires sociaux de la Société devant être mise au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions. En application des dispositions de l'article L. 225-185 du Code de commerce, le Conseil d'Administration de Direct Energie a décidé de fixer à 10% la quote-part des Actions détenues par les mandataires sociaux de la Société issues de l'exercice de leurs Options devant être mises au nominatif et conservées par ces derniers jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

- la formule de calcul d'indexation du Prix d'Offre neutralise²⁰⁸ l'effet d'indexation à la date de signature du Contrat d'Acquisition, le dénominateur du Ratio de 42,0 € / 47,26 €²⁰⁹ correspondant au prix moyen pondéré par les volumes de l'action ordinaire de Total au cours des 20 jours de bourse précédant la date de signature (exclue) ;
- la Date de Disponibilité en lien avec la date de cessation des fonctions de mandataires sociaux ou d'une toute autre cause n'est pas déterminée à ce stade ;
- le Mécanisme de Liquidité, non assimilable à une Transaction Ulérieure, ne peut donner lieu au Complément de Prix susceptible d'être accordé aux autres actionnaires.

À titre d'information, le cours moyen 20 jours de l'action ordinaire Total au 29 juin 2018 s'établit à 52,3 €, soit un montant supérieur au dénominateur du Ratio de 47,26 €. Compte-tenu de la volatilité de l'action sous-jacente et de la date de début d'application de la formule, nous considérons que ce dispositif ne peut être assimilé à une garantie de liquidité à un prix prédéterminé, et que les conditions de sa mise en œuvre restent soumises à aléas.

7.3. Actes de Résiliation

Les Actes de Résiliation conclus entre Direct Energie, d'une part, et Impala SAS et AMS Industries, d'autre part (§ 2.5.4), n'appellent pas d'observation de notre part.

7.4. Synthèse

En définitive, nous considérons que les Accords Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

²⁰⁸ Le ratio est égal à 1 à cette date et la valeur par application de la formule est de 42,0 €.

²⁰⁹ Moyenne pondérée 20 jours à la date d'annonce de l'Offre.

8. Conclusion

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime sur l'ensemble des résultats de l'évaluation multicritère de l'Action mobilisant des références de marché, des références transactionnelles et les plans d'affaires sous-tendant les valorisations analogique et intrinsèque de l'Action.

La dernière augmentation de capital, en date de juillet 2017, a été réalisée à un prix de souscription supérieur au Prix d'Offre, mais dans un contexte de marché qui s'est notoirement dégradé depuis lors. En effet, la valeur intrinsèque de l'Action peut être affectée par des évolutions significatives et rapides, en relation notamment avec le coût des approvisionnements et l'environnement concurrentiel.

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et au vu des données actuelles de marché ainsi que de la teneur des Accords Connexes, nous sommes d'avis que :

- le Prix d'Offre de 42,0 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Direct Energie apportant leurs titres à l'Offre ; cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les actionnaires minoritaires de Direct Energie ne représentaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société ;
- les Accords Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 5 juillet 2018

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

ANNEXES

➤ Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble	Annexe 1
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 2
➤ Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble	Annexe 3
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 5
➤ Liste des expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 6
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 7
➤ Performances des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Multiples du panel des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Multiples transactionnels	Annexe 10

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DÉTAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

> Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse
- Analyse des communiqués de presse
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action Direct Energie et de l'action ordinaire Total
- Étude des principales caractéristiques des marchés de l'électricité et du gaz
- Analyse des Accords Connexes

> Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants intervenus au sein du Groupe (2015 à 2017)
- Analyse des comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2017 et des données de gestion disponibles au titre de 2018
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction et des Conseils
- Revue des événements et des évolutions postérieurs à la dernière augmentation de capital de juillet 2017
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Examen critique et exploitation des plans d'affaires par activité transmis par la Direction
- Exploitation du plan d'affaires consolidé issu du consensus d'analystes
- Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action

> Élaboration du Rapport

- Administration et supervision de la Mission
- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission d'une lettre d'affirmation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport présenté au Conseil d'Administration du 5 juillet 2018

> Rémunération

Le montant global des honoraires s'établit à 390.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

➤ Semaines du 16 avril au 13 mai 2018

- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
- Réunion avec la Direction et les Conseils
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur et des données de marché
- Examen du *corpus* juridique de l'Opération
- Requête documentaire
- Analyse de l'opération d'acquisition de Quadran
- Analyse de la cotation de l'Action Direct Energie et de l'action ordinaire Total
- Revue des notes de *Brokers* sur Direct Energie
- Ouverture d'une *data room*
- Contacts avec la Direction, les Conseils et les Établissements Présentateurs

➤ Semaines du 14 mai au 3 juin 2018

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Analyse des plans d'affaires par activité et du consensus d'analystes
- Examen du projet de rapport de valorisation des Conseils
- Prise de connaissance des contentieux en cours
- Étude spécifique du PMT Quadran
- Étude des paramètres d'extension par la Direction des prévisions du PMT Commerce
- Finalisation du panel des Comparables Boursiers et des transactions comparables
- Fixation des paramètres d'évaluation
- Examen du premier projet de note d'information de l'Initiateur

➤ Semaines du 4 juin au 17 juin 2018

- Requête documentaire complémentaire
- Réunion avec la Direction et les Conseils
- Examen du premier projet de rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
- Examen du premier projet de note d'information en réponse de la Cible
- Rédaction du projet de Rapport

➤ Semaines du 18 juin au 24 juin 2018

- Réunion avec des représentants de l'Initiateur et des Établissements Présentateurs
- Contacts avec la Direction, les Conseils, l'Initiateur et les Établissements Présentateurs
- Suivi des suspens documentaires
- Finalisation des travaux d'évaluation

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

- **Semaine du 25 juin au 1^{er} juillet 2018**
 - Examen du deuxième projet de rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
 - Examen du deuxième projet de note d'information de l'Initiateur
 - Examen de l'Avenant n°2 au Contrat de Liquidité
 - Rédaction du projet de Rapport et des lettres d'affirmation
- **Semaine du 2 juillet au 5 juillet 2018**
 - Levée des suspens
 - Soumission du projet de Rapport à la Direction
 - Examen de la dernière version des Notes d'Information
 - Examen du rapport final de valorisation des Établissements Présentateurs
 - Finalisation du Rapport en vue de sa présentation au Conseil d'Administration
 - Réunion avec un administrateur indépendant
 - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES /OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

> Société

Direct Energie

▪ Xavier Caïtucoli	Président Directeur Général
▪ Sébastien Loux	Directeur Général Délégué Finance
▪ Martial Houlle	Secrétaire Général
▪ Frédéric Delaffond	Directeur juridique adjoint
▪ Karine Vasquez	Responsable juridique corporate
▪ Marco Perez-Diaz	Directeur Général Adjoint en charge du Développement Corporate
▪ Sylvia Vandenbussche	Directrice comptable
▪ Julien Margeot	Responsable consolidation
▪ Antoine de Larocque ²¹⁰	Directeur Énergies Renouvelables
▪ Nicolas Gagnez	XIRR Europe, Administrateur indépendant

> Initiateur

Total

▪ Grégoire de Saivre	VP GRP Strategy / Markets / M&A
▪ Denis Toulouse	Senior Vice President Corporate M&A
▪ Christophe Tonion	VP Corporate M&A
▪ Guillaume Salessy	GRP M&A Project Director

> Conseils de la Société

Bredin Prat

▪ Olivier Assant	Partner
▪ Jean-Benoît Demaret	Director

²¹⁰ Au titre de Quadran.

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES /OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE (suite)

Rothschild & Cie

- | | |
|-----------------------|------------------|
| ▪ Frédéric Tengelmann | Managing Partner |
| ▪ Anne Trillat | Associate |
| ▪ Zachary Berl | Analyst |
| ▪ Thomas Germain | Analyst |

Messier Maris & Associés

- | | |
|----------------------------|-----------|
| ▪ Benjamin Fremaux | Partner |
| ▪ Pierre Boschin | Director |
| ▪ Guillaume Suarez | Associate |
| ▪ Baptiste Marcelino Lopes | Analyst |

> Conseil juridique de l'Initiateur

Cleary Gottlieb

- | | |
|-----------------------|-----------|
| ▪ Pierre-Yves Chabert | Partner |
| ▪ Rodolphe Elineau | Associate |

> Établissements présentateurs

Lazard Frères Banque

- | | |
|---------------------|----------------------------------|
| ▪ Thomas Picard | Associé Gérant |
| ▪ Pierre Pasqual | Director |
| ▪ Jacques Deege | Vice-President - Legal |
| ▪ Guillaume Le Guen | Associate Mergers & Acquisitions |

Société Générale

- | | |
|-------------------|----------------|
| ▪ Laurent Meyer | Chairman M&A |
| ▪ Kevin Debrabant | Vice President |
| ▪ Ksenia Kiykova | Associate |
| ▪ Sofiane Soster | Analyst |

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 17 avril 2018²¹¹ et du 29 juin 2018
- Procès-verbal de l'Assemblée Générale Mixte du 29 mai 2018
- Présentation de l'Opération au Conseil d'Administration du 17 avril 2018
- *Corpus* juridique de l'Opération détaillé dans le Rapport (§ 2.5)
- Projet de note d'information de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions Direct Energie initiée par Total présentée par Lazard Frères Banque et Société Générale
- Projet de note d'information en réponse de la société Direct Energie relative à l'Offre publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions Direct Energie initiée par Total présentée par Lazard Frères Banque et Société Générale

Informations financières

- Communiqués de presse de Total et de Direct Energie relatifs à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (18 avril 2018)
- Rapport d'évaluation, Lazard Frères Banque et Société Générale (juillet 2018)
- Projet de Rapport d'évaluation, Rothschild & Cie, Messier Maris & Associés (mai 2018)

➤ Documentation juridique

- Organigramme du Groupe (19 décembre 2017)
- Statuts de Direct Energie (31 octobre 2017)
- État de l'actionnariat et des droits de vote (31 décembre 2017 et 30 avril 2018)
- État des privilèges et nantisements (16 mai 2018)
- État des contentieux (15 mai 2018)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2016 à 2018)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales Mixtes (9 juin 2016 et 30 mai 2017)

²¹¹ Désignation de l'expert indépendant.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation comptable et financière

Informations historiques

- Documents de référence du Groupe incluant le rapport financier annuel (2015 à 2017)
- *Reporting consolidé* (2017 et 31 mars 2018)
- Présentation des résultats annuels (2017)
- Cadrage entre les budgets et les réalisations (2015 à 2017)
- Synthèse des instruments dérivés (12 avril 2018)
- Ventilation des déficits fiscaux (2017)

Informations prévisionnelles

- PMT Commerce et PMT Production
- Extrapolation du PMT Commerce par la Direction
- PMT Quadran vendeur élaboré lors de l'acquisition de Quadran
- PMT élaboré lors de l'augmentation de capital intervenue en juillet 2017
- Note de projet Landivisiau (mai 2018)
- Informations associées aux PMT Commerce, Production et Quadran

➤ Bases de données

- *Bloomberg*
- *S&P Capital IQ*
- *Xerfi 7000*

➤ Références bibliographiques²¹²

Sites d'informations de la Société

- Direct Energie. [En ligne]. <https://www.direct-energie.com/>
- Poweo. [En ligne], <http://www.poweo.be/fr/>
- Quadran. [En ligne], <https://www.quadran.fr/>

²¹² Références du 30 juin 2018.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Sites d'informations de l'Initiateur

- Total. [En ligne], <https://www.total.com/fr>
- Total Spring. [En ligne], <https://www.total-spring.fr/>
- Lampiris. [En ligne], <https://www.lampiris.be/fr>

Sites d'informations des Comparables Boursiers

- A2A. [En ligne], <https://www.a2a.eu>
- ACEA. [En ligne], <https://www.acea.it/it>
- EDF. [En ligne], <https://www.edf.fr>
- EDP Renewables. [En ligne], <https://www.edpr.com>
- ENEL. [En ligne], <https://www.enel.com>
- E.ON. [En ligne], <https://www.eon.com/en.html>
- IBERDROLA. [En ligne], <https://www.iberdrola.es/en>
- INNOGY. [En ligne], <https://www.innogy.com>
- SSE. [En ligne], <https://sse.co.uk/home>

Autres sites d'informations

- AMF. [En ligne], <http://www.amf-france.org/>
- Autorité de la Concurrence. [En ligne], <http://www.autoritedelaconcurrence.fr/>
- Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr/>
- Commission de Régulation de l'Energie. [En ligne], <https://www.cre.fr/>
- Cour des Comptes. [En ligne], <https://www.ccomptes.fr/fr>
- INSEE. [En ligne], <https://www.insee.fr/fr/accueil>
- Legifrance. [En ligne], <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- Ministère de la Transition Écologique et Solidaire. [En ligne], <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/production-deelectricite>
- Pégase. [En ligne], <http://developpement-durable.bsocom.fr/Statistiques/>
- RTE. [En ligne], <https://www.rte-france.com>

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Études et articles de presse

- Champsaur, [avril 2019](#), *Rapport de la Commission sur l'organisation du marché de l'électricité*, La Documentation Française
- CRE, [2018](#), *Observatoire des marchés de détail du 4^{ème} trimestre 2017*
- Cour des Comptes, [février 2015](#), *Rapport public annuel 2015*
- FMI, [juin 2018](#), *World Economic Outlook Database*
- GRDF, [2017](#), *Bilan prévisionnel pluriannuel gaz 2017*
- Ledouble, [janvier 2018](#), *Analyse des offres publiques 2017*
- Les Echos, [9 mars 2017](#), *Energie : la fin des tarifs réglementés, un accélérateur clef de la concurrence*
- Les Echos, [2 mai 2018](#), *Direct Energie analyse la voix de ses clients*
- Libération, [27 mars 2018](#), *Le gouvernement éteint le gaz réglementé*
- Pacte électrique breton, 14 décembre [2010](#)
- RTE, [2018](#), *L'électricité renouvelable en France au 31 décembre 2017*
- Xerfi, 2017, *Le marché et la filière de l'électricité en France*

ANNEXE 5 : 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 de 2013 à 2018 figurent en **Annexe 6**.

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>.

> Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)
- Chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris

> Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, MSTCF, Université Paris – Dauphine
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Membre 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)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

> Romain DELAFONT, Directeur de Mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

> Riccardo ETZI, Responsable de Mission

- ESCP Europe – Spécialisation Corporate Finance
- Université de Turin – *Bachelor* Administration, Finance et Contrôle

> Pierre MARCHAIS, Responsable de Mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris – Dauphine
- Licence de Mathématiques, Université Paris – Dauphine

> Apolline BRILLAND, Analyste

- ESDES Business School of UCLy, Lyon – Master en Finance & Marchés
- CEFA (Certified European Financial Analyst) – Société Française des Analystes Financiers (SFAF)

--

> Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

- Diplômé d'expertise comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président d'honneur de la Fédération Française des Experts en Évaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE (2013 À 2018)

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile Europe	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CCG	*
2017	Eurosic	Deutsche bank
2017	Etam Développement	Natixis et 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
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémuurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 du règlement général

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS²¹³ (1/2)

Société	Pays	Description	Paramètres boursiers
ENEL	IT	Basée en Italie, Enel est une société intégrée dans le domaine de l'énergie. Enel produit de l'électricité et opère dans la distribution et la vente d'électricité et de gaz. Enel emploie près de 63.000 personnes et réalise 38% de son chiffre d'affaires en Italie, 42% dans le reste de l'Europe et près de 20% aux États-Unis et en Amérique du Sud.	Milan Stock Exchange Capitalisation boursière : 48 253 M€
IBERDROLA	SP	Iberdrola est une société basée en Espagne qui génère, distribue et commercialise de l'électricité au Royaume-Uni, aux États-Unis, en Espagne, au Portugal et en Amérique latine. La société est également spécialisée dans la production d'énergie éolienne. Iberdrola emploie environ 29.000 salariés et réalise 47% de son chiffre d'affaires en Espagne, 20% au Royaume-Uni, 14% aux États-Unis, 11% au Brésil et 8% au Mexique.	Spanish Stock Exchange Capitalisation boursière : 41 518 M€
EDF	FR	EDF est une société basée en France qui opère dans le secteur de l'énergie. Ses activités sont la production, le transport, la distribution et la vente d'électricité. EDF emploie plus de 152.000 personnes et réalise 60% de son chiffre d'affaires en France, près de 3% au Royaume-Uni et en Italie ; la part restante du chiffre d'affaires d'EDF est réalisée à l'international.	CAC 40 Capitalisation boursière : 33 953 M€
INNOGY	GE	Innogy est une société basée en Allemagne, spécialisée dans la distribution et la vente d'électricité et de gaz. Innogy emploie environ 4.200 personnes et réalise 65% de son activité en Allemagne, 18% au Royaume-Uni ; la part restante du chiffre d'affaires d'Innogy est réalisée à l'international.	Frankfurt Stock Exchange Capitalisation boursière : 20 266 M€

²¹³Sources : *Bloomberg, S&P Capital IQ* et documents de référence ; les capitalisations boursières sont recensées sur un historique 1 mois au 29 juin 2018.

ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (2/2)

Société	Pays	Description	Paramètres boursiers
E.ON	GE	E.ON est un fournisseur international d'énergie basé en Allemagne, spécialisé dans les actifs renouvelables, les réseaux d'énergie et la distribution de gaz et d'électricité, ainsi que dans les solutions clients. E.ON emploie environ 43.000 personnes et réalise 58% de son activité en Allemagne, 19% au Royaume-Uni, 6% en Suède et 17% dans le reste de l'Europe.	Frankfurt Stock Exchange Capitalisation boursière : 19 980 M€
SSE	GB	Basée au Royaume-Uni, SSE est une société spécialisée dans la génération, la production et la distribution d'électricité à destination des industries et des résidents du Royaume-Uni et de l'Irlande. SSE emploie environ 21.000 personnes et réalise 97% de son activité au Royaume-Uni et 3% en Irlande.	London Stock Exchange Capitalisation boursière : 15 640 M€
EDP	PO	Basée au Portugal, EDP est une société spécialisée dans la production et la commercialisation d'énergie (électricité et gaz) au Portugal et en Espagne. EDP emploie près de 12.000 salariés et réalise 53% de son chiffre d'affaires au Portugal, 25% en Espagne, 17% au Brésil et 5% aux États-Unis et dans le reste du monde.	Euronext Lisbon Capitalisation boursière : 12 392 M€
A2A	IT	A2A est une société italienne spécialisée dans la production, la distribution et la vente d'électricité ainsi que dans l'approvisionnement, la distribution et la vente de gaz. A2A exerce également des activités dans les domaines du chauffage, de la collecte et du traitement de déchets et dans la fourniture d'eau. A2A emploie environ 11.300 salariés et réalise la totalité de son chiffre d'affaires en Italie.	Borsa Italiana Capitalisation boursière : 4 570 M€
ACEA	IT	Basée en Italie, Acea est une société multiservices opérant dans les secteurs de l'eau, l'énergie et l'environnement. Acea vend et distribue de l'électricité, et intervient dans le traitement de déchets. Acea emploie environ 5.500 salariés et réalise l'intégralité de son chiffre d'affaires en Italie.	Borsa Italiana Capitalisation boursière : 2 824 M€

ANNEXE 8 : PERFORMANCES DES COMPARABLES BOURSIERS

Comparables boursiers	CAGR 18-20 %			% EBITDA			% EBIT		
Société	CA	EBITDA	EBIT	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
ENEL	1,2%	3,9%	5,3%	21,5%	22,1%	22,7%	13,6%	14,3%	14,8%
IBERDROLA	3,5%	6,2%	6,8%	25,3%	25,4%	26,6%	14,7%	15,0%	15,7%
EDF	2,3%	6,2%	9,1%	21,4%	22,2%	23,1%	8,6%	9,1%	9,8%
INNOGY	(0,0%)	1,9%	1,4%	10,3%	10,4%	10,7%	6,7%	6,7%	6,9%
E.ON	15,9%	10,6%	12,3%	12,8%	13,0%	11,7%	7,6%	7,8%	7,2%
SSE	1,2%	6,9%	18,7%	7,3%	7,9%	8,1%	3,9%	5,3%	5,4%
EDP	3,9%	4,2%	5,2%	24,3%	24,8%	24,5%	14,3%	14,8%	14,7%
A2A	2,4%	2,8%	2,7%	21,2%	21,1%	21,4%	12,3%	12,2%	12,4%
ACEA	2,0%	3,9%	3,2%	30,0%	31,3%	31,1%	15,5%	16,0%	15,8%
Médiane	2,4%	3,9%	3,2%	24,3%	24,8%	24,5%	14,3%	14,8%	14,7%
Moyenne	2,8%	3,6%	3,7%	25,2%	25,7%	25,7%	14,0%	14,3%	14,3%

Source : Bloomberg

ANNEXE 9 : MULTIPLES DU PANEL DES COMPARABLES BOURSIERS

Multiples boursiers						
Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
ENEL	7,0x	6,6x	6,4x	11,0x	10,3x	9,9x
IBERDROLA	8,9x	8,3x	7,9x	15,2x	14,1x	13,3x
EDF	7,8x	7,4x	6,9x	19,5x	18,0x	16,4x
INNOGY	9,0x	8,9x	8,6x	13,8x	13,8x	13,4x
E.ON	6,0x	5,8x	4,9x	10,1x	9,7x	8,0x
SSE	9,3x	8,3x	8,2x	17,1x	12,3x	12,2x
EDP	9,0x	8,5x	8,3x	15,3x	14,3x	13,9x
A2A	6,7x	6,6x	6,3x	11,5x	11,4x	10,9x
ACEA	6,2x	6,0x	5,7x	12,0x	11,7x	11,2x
Médiane	7,8x	7,4x	6,9x	13,8x	12,3x	12,2x
Moyenne	7,8x	7,4x	7,0x	14,0x	12,8x	12,1x

Source : Bloomberg

ANNEXE 10 : MULTIPLES TRANSACTIONNELS (1/3)

Echantillon Commerce Ledouble

Multiples transactionnels Commerce			
Date	Acquéreur	Cible	VE/Client (€/client)
oct-17	Edison S.p.A.	Gas Natural Vendita Italia	543,4
mars-17	Stedin Holding N.V.	Eni Gas & Power NV/SA	n.a
juin-16	Elf Aquitaine S.A.S	Lampiris N.V.	166,7
avr-15	Mayfair Equity Partners LLP	OVO Energy Ltd	574,3
nov-13	Telecom Plus PLC	Electricity Plus Supply Ltd. and Gas Plus Supply Ltd.	339,8
juil-11	Eni S.p.A.	Nuon Belgium NV	285,5
mars-11	Eneco B.V.	Oxxio Nederland bv	169,0
Médiane			312,6
Moyenne			346,4

Source : S&P Capital IQ, articles de presse

Echantillon Production Ledouble

Multiples transactionnels Production			
Date	Acquéreur	Cible	VE/Capacité (M€/MW)
oct-17	Energy Capital Partners	Three Power Plants in the UK	0,13
juin-17	EPH	Centrica	0,16
sept-16	Direct Energie Société Anonyme	Marcinelle Energie SA	0,09
oct-15	Direct Energie Société Anonyme	3CB SAS	0,11
oct-14	KKR Credit Advisors (US) LLC	Pont-sur-Sambre Production S.A.S. and Toul Production S.A.S.	0,18
oct-14	INEOS Industries Holdings Limited	Grangemouth CHP Limited	0,17
juil-14	BP Global Investments Limited	Bahia de Bizkaia Electricidad S.L	0,57
déc-13	Macquarie Infrastructure and Real Assets	Severn Power Limited	0,50
juin-13	Gazprom	Enel Belgium (Marcinelle Energ	0,48
déc-11	Balfour Beatty Pension Fund	Barking Power Limited	0,26
oct-11	Electrabel International Holdings	AES Energia Cartagena S.R.L.	0,25
avr-11	ContourGlobal	Gas Natural CCGT Plant	0,39
juil-10	Alpiq	Plana del Vent	0,50
avr-10	Cheung Kong Infrastructure	Seabank Power Limited	0,37
mai-08	International Power Portugal	40% of Turbogas 27% of Portugen Energia SA	0,31
Médiane			0,26
Moyenne			0,30

Source : S&P Capital IQ, articles de presse

ANNEXE 10 : MULTIPLES TRANSACTIONNELS (2/3)

Echantillon Commerce Établissements Présentateurs

Multiples transactionnels Commerce				
Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA	VE/Client (€/client)
oct-17	Edison S.p.A.	Gas Natural Vendita Italia	12,5x	543,4
nov-16	DCC Energy	Gaz Européen	n.a	220,0
juin-16	Total	Lampiris N.V.	n.a	171,0
Médiane				220,0
Moyenne				312,0

Echantillon Production Établissements Présentateurs

Multiples transactionnels Eolien				
Date	Acquéreur	Cible	VE/Capacité (M€/MW)	
avr-18	Boralex	Kallista	1,4	
juin-17	Direct Energie	Quadran	1,5	
mai-17	EDF Energies Nouvelles	Futuren	1,1	
juil-17	Consortium Mitsubishi UFJ, Sojitz, Kansai EP	Invis Energy	1,3	
juin-17	Glenmont Partners	Societa Energy Rinnovabili	1,7	
sept-15	First State Investments	Finerge	1,4	
oct-15	Oaktree Capital Management	Eolia Renovables	1,6	
oct-15	Consortium (CKI, Power Assets Holdings)	Iberwind	1,5	
oct-15	Cerberus	Renovalia Energy	1,7	
juin-15	Gas Natural Fenosa	Gecalsa	1,3	
mai-15	EnBW Energie Baden-Wuerttemberg	Prokon Regenerative Energi	1,0	
déc-14	Boralex	Enel Green Power France	1,5	
déc-13	Plenium Partners	FCC energia	1,4	
Médiane				1,4
Moyenne				1,4

Multiples transactionnels Biogaz				
Date	Acquéreur	Cible	VE/Capacité (M€/MW)	
août-17	ENCE Energia y Cellulosa	Lucena biomass power generation plant of EDF	1,0	
juin-15	Pool of Italian entrepreneurs	BiOlevano	6,2	
Médiane				3,6
Moyenne				3,6

Multiples transactionnels Solaire				
Date	Acquéreur	Cible	VE/Capacité (M€/MW)	
juin-17	Direct Energie	Quadran	1,5	
janv-17	Sonnedit	Vela Energy	4,4	
nov-16	I Squared Capital	T-Solar Global	2,8	
déc-15	JV Quercus / Swiss Life	Antin Solar Investments	4,0	
juil-15	KKR Global Infrastructure Investors II	Gestamp Asetym Solar	3,1	
juin-15	F2i Fondi Italiani per le infrastrutture	Cogipower	2,5	
Médiane				3,0
Moyenne				3,1

ANNEXE 10 : MULTIPLES TRANSACTIONNELS (3/3)

Multiples transactionnels Hydraulique			
Date	Acquéreur	Cible	VE/Capacité (M€/MW)
avr-18	Iniziative Bresciane SOA	Pac Pejo	0,8
avr-16	KDRE IDRO	Rotalenergia	5,6
	BKW Energie AG	Chi.NA.Co.S.r.l.	5,0
Médiane			5,0
Moyenne			3,8



Ledouble

DIRECT ENERGIE

2bis, rue Louis Armand - 75015 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ADDENDUM AU RAPPORT DU 5 JUILLET 2018

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 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Note liminaire

Le présent addendum au Rapport en date du 5 juillet 2018 (l' « **Addendum** ») en reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport (pp. 4-5) ainsi que les conventions de présentation, les renvois entre parties et chapitres du Rapport étant matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Comme dans le Rapport, les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de l'Addendum.

1. Introduction

Postérieurement au Dépôt, nous avons pris connaissance de deux courriers transmis à l'AMF par BDL Capital Management (« **BDL CM** ») en date respectivement du 6 juillet 2018 et du 12 juillet 2018 :

- le premier, assorti d'une « Note d'Analyse », porte sur l'estimation de la valeur intrinsèque de l'Action et l'estimation de la valeur de l'Action dans son nouvel environnement (le « **Premier Courrier** ») ;
- le second, assorti d'une « Note Critique de l'Attestation d'Équité », formule des commentaires et des critiques sur le contenu du Rapport et de l'Attestation d'Équité (le « **Second Courrier** »).

Nous avons pris l'initiative de contacter BDL CM et avons rencontré ses représentants le 11 juillet 2018 *i.e.* entre la réception du Premier Courrier et celle du Second Courrier (l' « **Entretien** »).

Nous n'avons pas été informés d'autres démarches d'actionnaires ou de représentants d'actionnaires de la Société concernant le projet d'Offre.

Nous avons pris connaissance des questions posées par l'AMF dans le cadre de l'instruction du projet d'Offre et de la note d'information de l'Initiateur telle qu'amendée postérieurement au Dépôt.

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, l'ensemble des observations et griefs formulés, par écrit dans le Premier Courrier et le Second Courrier et verbalement durant l'Entretien, par BDL CM, et précisons que :

- comme rappelé dans le Rapport (§ 1.1) :
 - l'Attestation d'Équité est délivrée à l'ensemble des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre *i.e.* indépendamment des considérations spécifiques à certains d'entre eux ;
 - aux termes de l'article [262-1.I](#) du règlement général de l'AMF, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières¹ de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » ;
 - nous nous sommes référés à la recommandation AMF n°[2006-15](#) ;

¹ Souligné par nous.

- dès lors, les problématiques invoquées par BDL CM, tant dans le Premier Courrier et le Second Courrier qu'au cours de l'Entretien, ne relèvent que partiellement de la Mission.

Par référence au chapitre 6² de la recommandation AMF n°[2006-15](#), relatif aux contacts éventuels de l'expert indépendant avec des tiers, nous ne retenons donc dans l'Addendum que les points suivants, à l'appui de l'Attestation d'Équité ; nous avons parallèlement adressé à l'AMF deux notes techniques en réponse respectivement au Premier Courrier et au Second Courrier.

2. Déroulement de la Mission

Les principales étapes de l'expertise recensées en **Annexe 2** du Rapport rendent compte des conditions dans lesquelles la Mission s'est déroulée.

Notre base documentaire en **Annexe 4** inclut le rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs en date de juillet 2018, qui sous-tend les éléments d'appréciation du Prix d'Offre intégrés dans la note d'information de l'Initiateur, dans la perspective du retrait obligatoire.

Le séquençage de l'Opération est conforme aux dispositions contractuelles, la remise de l'Attestation d'Équité étant stipulée comme une condition préalable à l'Acquisition des Blocs.

3. Plans d'affaires

Les caractéristiques et les hypothèses des plans d'affaires (PMT Commerce, PMT Production, PMT Quadran) ont été présentées dans le Rapport (§ 4.2).

En complément, nous précisons les points suivants.

3.1. PMT Commerce

Le PMT Commerce et le PMT Production ont été établis de façon concomitante et cohérente en mars 2018. En ce qui concerne le PMT Commerce :

- la courbe de hausse du portefeuille de clients est en ligne avec la *guidance*, ainsi que les prévisions de prises de parts de marché et les perspectives à moyen terme communiquées au marché par la Direction ;
- la Période d'Extrapolation prolonge la croissance du chiffre d'affaires avec l'atteinte d'un parc de sites clients correspondant en 2026 à une part de marché **supérieure** à 10% ;
- la capacité de Direct Energie de souscrire à l'ARENH³ à hauteur de 65% de ses besoins a été prise en compte ;

² « Lorsque des tiers intéressés à l'offre, en particulier des actionnaires minoritaires de la société visée, se sont manifestés auprès de la société ou de l'expert indépendant afin de faire valoir leurs arguments relatifs aux conditions de l'offre publique, l'expert indépendant peut en faire état dans son rapport et indiquer le cas échéant les raisons pour lesquelles il a ou non tenu compte des points de vue ainsi exprimés. » (souligné par nous).

³ Ce dispositif permet aux concurrents d'EDF de bénéficier au total de 100 TWh d'électricité nucléaire (§ 3.1.1.1).

- les prix d'approvisionnement retenus pour l'élaboration du PMT Commerce en date de mars 2018, qui est le dernier plan d'affaires disponible à la date de nos travaux d'évaluation, se fondent sur les prix *forward* de décembre 2017 ; ils sont inférieurs au prix actuel de l'ARENH de 42 €/MWh.

Depuis l'établissement du PMT Commerce, des événements de marché défavorables pour Direct Energie ont été observés, mais n'ont pas été pris en compte dans notre évaluation de l'Action :

- le PMT Commerce a été établi en anticipant une hausse générale du tarif régulé (TRV) en 2018, alors que les prévisions de variation pour le mois d'août 2018 sont à la baisse ; la Commission de Régularisation de l'Énergie (CRE) a ainsi recommandé au gouvernement de diminuer les tarifs réglementés de vente d'électricité pour les particuliers de 0,5%⁴ en moyenne. Cette annonce défavorable pour Direct Energie, qui n'a pas été prise en compte dans notre évaluation de l'Action, aura un effet sur les derniers mois de 2018, puis en année pleine à partir de 2019 ;
- les prix *forward* s'inscrivent dans une hausse tendancielle depuis l'établissement du PMT Commerce et l'annonce de l'Offre⁵. Les prix *forward* 2019 et 2020 sont :
 - compris entre 41 € et 42 € en décembre 2017 ;
 - respectivement de 42,50 €/MWh et 41,2 €/MWh le 17 avril 2018 ;
 - de 49,10 €/MWh et 45,45 €/MWh le 15 juillet 2018.

3.2. PMT Production

Notre analyse du PMT Production a été croisée avec celle que nous avons menée sur le PMT Commerce, les deux ayant été établis conjointement, comme mentionné *supra*. Nous avons vérifié la cohérence entre ces deux plans d'affaires.

Les centrales ne sont mises en fonctionnement que lorsque leur exploitation est économiquement viable, sous contrainte d'une marge couvrant les coûts de production. Le niveau de production total de Direct Energie est de 3 TWh à rapporter à un volume total commercialisé en 2017 de l'ordre de 16 TWh.

3.3. PMT Quadran

Le PMT Quadran est le plan d'affaires vendeur établi dans le cadre de l'acquisition de Quadran par Direct Energie en 2017 ; il inclut les réalisations conditionnant le paiement du complément de prix (§ 3.4.2.3).

⁴ Source : CRE, [29 juin 2018](#) : « Cette baisse de 0,5% pour les clients particuliers est notamment le résultat d'un effet technique, la fin du rattrapage des écarts constatés entre coûts et tarifs au titre de l'année 2012 ».

⁵ Cette hausse des prix *forward* est également observée depuis l'augmentation de capital de juillet 2017 :

€/ MWh	Forward 2019	Forward 2020
déc.-16	34,61	35,83
février 2017 (base bp 2017 - 2020)	35,56	36,52
juil.-17	36,96	38,42
décembre 2017 (base bp 2018 - 2020)	41,11	41,34
17-avr.-18	42,50	41,20
13-juil.-18	49,10	45,45

Source : Bloomberg

4. Évaluation multicritère

Nous avons procédé à une évaluation multicritère du Groupe, notamment en somme des parties, en fonction des spécificités de chacune de ses divisions, et en ayant recours à des méthodes de valorisation intrinsèque et analogique (§ 4.5).

Les résultats de ces évaluations comprennent (§ 4.5.3) :

- une valorisation de Quadran systématiquement supérieure ou égale au prix transactionnel (complément prix de prix inclus) de **395,7 M€** lors de son acquisition par Direct Energie en 2017 (§ 4.5.2.2) ;
- une valorisation des CCGT en activité, Bayet et Marcinelle, très supérieure au prix d'acquisition de ces centrales par Direct Energie respectivement en 2015 et 2016 ; cette valorisation intègre les évolutions du secteur de l'énergie observées depuis lors ;
- une valorisation du contrat et du projet Landvisiau cohérente avec les bornes hautes des fourchettes de valorisation retenues par les analystes financiers pour cet actif, qui à ce jour n'est pas encore construit.

5. Programmes de rachat d'actions

Les modalités retenues par le Conseil d'Administration et les assemblées générales réunies le 30 mai 2017 et le 29 mai 2018, en particulier la fixation d'un plafond de 70 € par Action, nous semblent conformes aux usages et aux objectifs visés par ces programmes de rachat d'actions, et sont sans incidence sur notre appréciation du Prix d'Offre.

Nous rappelons que ces autorisations ont été accordées aux fins notamment⁶ :

- *« d'attribuer ou céder des actions aux salariés [...] et/ou aux mandataires sociaux de la Société [...], notamment dans le cadre d'un régime d'options d'achat d'actions ou d'attribution gratuites d'actions ou d'un plan d'épargne entreprise,*
- *de la remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital [...],*
- *d'annulation des actions [...] dans le cadre d'une réduction de capital décidée au autorisée par l'Assemblée Générale,*
- *de favoriser la liquidité des titres de la Société [...],*
- *de conservation et remise ultérieure à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe [...].*

⁶ DDR 2017, Chapitre 6, paragraphe 6.1.3 « Actions détenues par l'émetteur ou ses filiales, descriptif du programme de rachat d'actions », pp. 359-360.

6. Synergies et gains économiques

Par référence à la recommandation AMF n°[2006-15](#)⁷, nous avons eu accès auprès de l'Initiateur aux données nécessaires à notre appréciation des synergies et gains économiques attendus de l'Opération (les « **Synergies** »), qui ont été chiffrés par Total entre 250 et 300 M€ sur 10 ans (§ 5.2). Conformément à l'instruction [AMF n°2006-07](#)⁸, ces informations sont explicitées dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Les Synergies, qui ont été étudiées sur la base des informations de Total, ne pourront être initiées par Total Spring que du fait de l'Opération ; elles sont assimilables à des économies futures de coûts, de nature commerciale, marketing, et informatique ; elles ne peuvent en aucun cas s'assimiler à un partage entre les actionnaires de Direct Energie et Total de la valeur de l'ensemble formé par Direct Energie et Total Spring à l'issue de l'Offre.

Après prise en compte du double effet de la fiscalité et de l'actualisation pluriannuelle d'un flux annuel de 35 à 40 M€ sur une période décennale⁹, la valeur des Synergies est d'un montant inférieur à 4 €¹⁰ par Action. En l'absence d'Opération, ces économies de coûts ne pourraient être mises en œuvre par Direct Energie ; dès lors, elles n'ont pas à être intégrées dans la valorisation de Direct Energie.

Les objectifs d'allègement de coûts évoqués ci-dessus sont à rapprocher des niveaux de primes ressortant du tableau de synthèse de la valorisation multicritère de l'Action présenté dans le Rapport (§ 5.1).

7. Synthèse

Conformément à la recommandation AMF n°[2006-15](#), nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action (§ 4) à l'issue d'une étude approfondie des données de marché, ainsi que du positionnement concurrentiel et des caractéristiques de Direct Energie (§ 3).

7.1. Évolution du marché de l'électricité

Les informations que nous avons exploitées nous conduisent à remettre en perspective les conditions de marché qui ont prévalu lors de l'augmentation de capital intervenue en 2017, à laquelle des Cédants ont eux-mêmes participé, en prenant acte des évolutions défavorables du marché intervenu depuis lors avec une hausse du coût des approvisionnements associé à un renforcement de l'environnement concurrentiel¹¹ ; nous ne disposons pas d'élément permettant d'augurer de l'inversion de cette tendance à terme.

⁷ Chapitre 1.

⁸ Article 2 3° f.

⁹ Conformément aux informations figurant au paragraphe 1.2.3 de la note d'information de l'Initiateur : « [...] un objectif notionnel de 35 à 40 millions d'euros par an (pré-impôts, post 2019), soit 250 à 300 millions d'euros cumulés à 10 ans, a été évoqué à titre illustratif. [...] ». Cette période de 10 ans apparaît longue au vu de la nature des synergies.

¹⁰ En valeur actualisée au taux d'actualisation de 6,7% retenu pour la valorisation de Direct Energie, qui n'intègre pas de risque de réalisation, et dès lors conduit à maximiser la valeur des Synergies.

¹¹ En particulier l'entrée sur le marché de Total et dernièrement de [Leclerc](#) (à un tarif inférieur de 16% aux tarifs régulés d'EDF).

7.2. Recoupement du niveau de primes extériorisées par le Prix d'Offre avec l'historique des offres publiques

À titre indicatif¹² :

- les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur le cours spot avant annonce de l'Opération (31,7%) et le CMPV 60 séances (26,1%) / 3 mois (25,7%) sont supérieures (cours spot) ou compatibles (cours 3 mois) avec l'historique des primes observées sur l'ensemble des offres publiques visées en 2017 (§ 4.4.2.1) ; nos diligences nous conduisent au constat que l'Action Direct Energie présente une liquidité suffisante pour que son cours soit représentatif de sa valeur perçue par le marché et que ce cours avant l'annonce de l'Opération reflète les dernières informations disponibles à cette date :
 - cours spot : 23% ;
 - cours 3 mois : 26% ;
- les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur les valeurs centrales de l'Action en DCF en **somme des parties (34,2 €)** et globalement *via* le consensus de *Brokers* (36,6 €) (§ 4.5.3.1 et § 4.4.4), respectivement de **22,8%** et de 14,7%, encadrent l'historique des primes observées sur l'ensemble des offres publiques visées en 2017, étant précisé que méthodologiquement la somme des parties prévaut sur le consensus de *Brokers* :
 - globalement : 17,9% ;
 - hors finance / immobilier : 19,9%¹³.

7.3. Confirmations de la Direction et de l'Initiateur

À l'émission du Rapport, nous avons obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'absence de manifestation d'intérêt récente de la part d'investisseurs à des conditions plus avantageuses que celles de l'Offre¹⁴.

L'Initiateur nous a confirmé que le Prix d'Offre :

- prend en considération les Synergies qu'il a identifiées et dont il peut bénéficier ;
- est le maximum qu'il puisse proposer.

8. Accords connexes

Le mécanisme des accords connexes est relaté en détail dans le Rapport ; la règle d'indexation en fonction du cours de bourse de l'action ordinaire Total pourrait trouver à s'appliquer seulement à terme, et sous certaines conditions ; nous concluons dans le Rapport et dans l'Attestation d'Équité que les Accords Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires (§ 7.4 et § 8).

¹² Source : Ledouble, [Analyse des Offres Publiques 2017](#), 5^{ème} édition, janvier 2018, pp. 15-16.

¹³ 18,2% pour les offres publiques d'achat simplifiées suivies d'un retrait obligatoire.

¹⁴ Souligné par nous ; nous apportons dans l'Addendum ces précisions, qui ne figuraient pas explicitement dans le Rapport (§ 4.5.1.2.3).

9. Conclusion

Au vu du contenu du Rapport et des précisions apportées par l'Addendum, le résultat de nos travaux et les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur les critères d'évaluation que nous avons mobilisés confirment le caractère équitable du Prix d'Offre dans les conditions de marché de l'électricité dont nous avons analysé l'historique et les tendances, et dans la perspective, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire.

Les accords connexes n'appellent pas d'autres commentaires que ceux formulés dans le Rapport.

Nous confirmons le contenu de l'Attestation d'Équité en conclusion du Rapport :

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime sur l'ensemble des résultats de l'évaluation multicritère de l'Action mobilisant des références de marché, des références transactionnelles et les plans d'affaires sous-tendant les valorisations analogique et intrinsèque de l'Action.

La dernière augmentation de capital, en date de juillet 2017, a été réalisée à un prix de souscription supérieur au Prix d'Offre, mais dans un contexte de marché qui s'est notoirement dégradé depuis lors. En effet, la valeur intrinsèque de l'Action peut être affectée par des évolutions significatives et rapides, en relation notamment avec le coût des approvisionnements et l'environnement concurrentiel.

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et au vu des données actuelles de marché ainsi que de la teneur des Accords Connexes, nous sommes d'avis que :

- *le Prix d'Offre de 42,0 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Direct Energie apportant leurs titres à l'Offre ; cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les actionnaires minoritaires de Direct Energie ne représentaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société ;*
- *les Accords Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.*

Paris, le 19 juillet 2018

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE