

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE
SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE LA SOCIETE ELECTRO POWER SYSTEMS S.A.

INITIEE PAR GDF INTERNATIONAL, FILIALE DE



NOTE D'INFORMATION EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE ELECTRO POWER SYSTEMS S.A.



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 18-205 en date du 29 mai 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Electro Power Systems et engage la responsabilité de son signataire.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation du prix ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Electro Power Systems S.A. (<http://www.electropowersystems.com>) et peut être obtenue sans frais auprès de :

ELECTRO POWER SYSTEMS S.A.
13, avenue de l'Opéra
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Electro Power Systems S.A. feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités. Un communiqué sera publié, conformément aux dispositions de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
SOMMAIRE	2
1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.2.1 Acquisition de Bloc	6
1.2.2 Composition du conseil d'administration	7
1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	8
2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EPS	8
2.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre	8
2.2 Avis motivé du conseil d'administration	8
3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	13
4 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EPS	13
5 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	14
6 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	14
6.1 Contrats d'Acquisition	14
6.2 Accord conclu entre certains actionnaires de la Société et Monsieur Massimo Prelz Oltramonti	14
6.2.1 Engagement d'apport	14
6.2.2 Engagement de renoncer ou d'exercer les BSA Acquis.....	14
6.3 Accords concernant le remboursement anticipé de l'Emprunt BEI	15
6.4 Nouveau Plan d'Intéressement	16
6.4.1 Rappel des plans de stock-options et de bons de souscription d'actions en vigueur préalablement à la Date de Signature	16
6.4.2 Présentation du Nouveau Plan d'Intéressement.....	17
(a) Attribution des SARs	18
(b) Attribution de SARs Additionnels	19
6.5 Engagements de l'Initiateur et des Actionnaires Cédants	21
6.5.1 Engagements de l'Initiateur	21
6.5.2 Engagement des Actionnaires Cédants concernant les Stock-Options et BSA Acquis	22
7 ELEMENTS RELATIFS A EPS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	22
7.1 Structure du capital social	22
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	22
7.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils	23
7.2.2 Transfert d'Actions	23

7.2.3	<i>Droit de vote double</i>	23
7.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	23
7.4	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	23
7.5	Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	23
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	23
7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	23
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des Statuts d'EPS	24
7.8.1	<i>Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration</i>	24
7.8.2	<i>Modification des Statuts d'EPS</i>	25
7.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	25
7.10	Accords conclus par EPS étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'EPS	28
7.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	28
8	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 du REGLEMENT GENERAL DE L'AMF	28
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	29
	Annexe 1 Rapport de l'expert indépendant	30

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, GDF International, société par actions simplifiée à associé unique, ayant un capital social de 3.971.640.000 euros, dont le siège social est situé 1, place Samuel de Champlain, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro unique d'identification 622 048 965 (l'« **Initiateur** »), elle-même filiale à 100 % de la société Engie SA, société anonyme, dont le siège social est situé 1, place Samuel de Champlain, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro unique d'identification 542 107 651, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris – Compartiment A sous le code ISIN FR0010208488 et le mnémonique ENGI (« **Engie** »), s'est irrévocablement engagé à offrir aux porteurs de titres de la société Electro Power Systems S.A., société anonyme ayant un capital social de 1.740.691,80¹ euros, dont le siège social est situé 13, avenue de l'Opéra, 75001 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro unique d'identification 808 631 691 (« **EPS** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises à la négociation sur le marché réglementé Euronext Paris – Compartiment C sous le code ISIN FR0012650166 et le mnémonique EPS (les « **Actions** ») d'acquérir la totalité (i) de leurs Actions au prix unitaire de 9,50 euros (le « **Prix d'Offre** ») et (ii) de leurs bons de souscription d'actions EPS² au prix de 9,30 euros par bon (le « **Prix Offert par BSA** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites dans la note d'information établie par l'Initiateur (l'« **Offre** »).

En application de l'article 233-1, 2° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 4.882.199 actions de la Société, représentant 56,09%³ du capital et des droits de vote de la Société et 50,98%⁴ du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée, auprès de (i) 360 Capital Management S.A, (ii) Ersel Asset Management SGR S.p.A, (iii) Value SIF SICAV, (iv) Ersel Investimenti S.p.A., (v) Prima Electro S.p.A, (vi) les Membres du conseil d'administration⁵ de la Société, à l'exception du président du conseil d'administration⁶, (v) les autres membres du comité exécutif de la Société ne faisant pas partie du conseil d'administration⁷ et (vi) d'autres actionnaires individuels (ci-après ensemble les « **Actionnaires Cédants** »), conformément aux termes et conditions des Contrats d'Acquisition (tel que ce terme est défini ci-après) (l'« **Acquisition de Bloc** »).

¹ Capital social à la Date de Réalisation.

² Les bons de souscription d'actions ne sont pas admis aux négociations sur le marché.

³ Sur la base d'un capital composé, à la Date de Réalisation, de 8.703.459 actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴ Sur une base entièrement diluée à la Date de Réalisation composée de 9.575.852 actions comprenant les actions pouvant être émises à raison de l'exercice des Stock-Options et BSA.

⁵ Comprennent Carlalberto Guglielminotti, Emanuela Paola Banfi, Sonia Levy-Odier, Davide Peiretti, Michela Costa, Giuseppe Artizzu et Cesare Maifredi.

⁶ Le président du conseil d'administration, Massimo Prelz Otramenti, s'est engagé vis-à-vis des Actionnaires Cédants à apporter à l'Offre les 191.945 actions qu'il détient directement ou indirectement.

⁷ Comprennent Andrea Rossi, Gabriele Marchegiani, Nicola Vaninetti, Daniele Rosati, Paolo Bonetti, Ilaria Rosso et Paolo Morandi.

Les Actionnaires Cédants, ayant bénéficié de stock-options et bons de souscriptions d'actions octroyés au personnel de la Société et définitivement acquis à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-après) (les « **Stock-Options et BSA Acquis** »), se sont engagés irrévocablement (i) à les exercer et (a) à céder sur le marché Euronext les actions ainsi émises au plus tard à la date de clôture de l'Offre (b) à apporter les actions ainsi émises à l'Offre, ou (ii) à y renoncer au plus tard à la date de clôture de l'Offre.

Il est également précisé que, dans le cadre de la mise en place d'un Nouveau Plan d'Intéressement (tel que ce terme est défini ci-après) par la Société en lieu et place des plans de stock-options et bons de souscription d'actions en vigueur préalablement à la Date de Signature (tel que ce terme est défini ci-après), les Actionnaires Cédants se sont engagés à renoncer à leurs stock-options et bons de souscriptions d'actions en période d'acquisition à la Date de Réalisation (les « **Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition** »).

En contrepartie, le Nouveau Plan d'Intéressement prévoit un nouveau mécanisme d'intéressement qui prend en compte les anciens Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition ainsi que d'autres éléments de rémunération négociés parallèlement à l'Acquisition mais attribués à des bénéficiaires en leur qualité de managers et employés clés de la Société dans l'objectif de pérenniser et de sécuriser leurs engagements et leurs contributions au développement de la Société.

A la suite de l'Acquisition de Bloc, la Banque Européenne d'Investissement (la « **BEI** ») a fait part à la Société de sa volonté de mettre en œuvre la clause de changement de contrôle prévue dans la documentation de financement relative à l'Emprunt BEI (tel que ce terme est défini ci-après) mis en place en avril 2017 et dont la première tranche de 10 millions d'euros a été émise en juin 2017. Cette première tranche ne portait pas intérêt mais était assortie de 660.513 bons de souscription d'action émis le 27 juin 2017 en faveur de la BEI (les « **BSA BEI** »). A la suite de la renonciation⁸ le 9 mai 2018 aux Promesses (tel que ce terme est défini ci-après) prévenant la transférabilité des BSA BEI par les parties auxdites Promesses, la BEI a exprimé son intention d'apporter à l'Offre ses BSA.

Un projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 29 mars 2018 visant les actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des BSA BEI⁹. Suite à la décision de la BEI de demander le remboursement du crédit de 30 millions d'euros mis en place avec la BEI en avril 2017 et composé de trois tranches de 10 millions d'euros chacune dont seule la première tranche a été tirée en juin 2017 (l'« **Emprunt BEI** ») et la renonciation aux Promesses (tel que ce terme est défini ci-après) prévenant la transférabilité des actions des BSA BEI, la note d'information a été modifiée pour viser également les BSA BEI.

A la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient 4.882.199 actions représentant 56,09% du capital et des droits de vote de la Société et 50,98% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée.

L'Offre vise (a) la totalité (i) des Actions émises et non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »), soit un nombre total maximum de 3.821.260 Actions, représentant 43,91 % du capital et des droits de vote de la Société, et (ii) 211.880 Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Stock-Options et BSA

⁸ La Société ne pouvant faire face seule à ses obligations de remboursement et d'acquisition des BSA, la Société et la BEI se sont accordées pour que la Société renonce à la Promesse de Vente (tel que ce terme est défini ci-après) qui prévenait le transfert des BSA pour permettre à la BEI d'avoir la possibilité d'apporter ses BSA à l'Offre.

⁹ Voir l'avis de dépôt publié par l'AMF portant le n°218C0668.

Acquis¹⁰, soit un nombre maximum de 4.033.140 Actions de la Société susceptibles d'être cédées pendant la durée de l'Offre, et (b) la totalité des 660.513 BSA BEI donnant droit par exercice à l'émission d'autant d'Actions.

L'Offre est présentée par Portzamparc Société de Bourse, filiale du Groupe BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les Actions.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Acquisition de Bloc

Le 24 janvier 2018 (la « **Date de Signature** »), à l'issue d'un processus compétitif, l'Initiateur a conclu deux contrats d'acquisition avec les Actionnaires Cédants (comprenant les principaux actionnaires de la Société ainsi que certains dirigeants¹¹ (les « **Dirigeants Concernés** ») de la Société, tels que listés ci-dessous), en application desquels l'Initiateur a accepté d'acheter aux Actionnaires Cédants, 4.882.199 Actions pour un prix de 9,50 euros par Action (les « **Contrats d'Acquisition** »).

Cédant	Nombre d'Actions	% du capital social ¹²	% des droits de vote ¹²
360° Capital Management S.A.*	2.284.205	26,24 %	26,24 %
Ersel Asset Management SGR S.p.A.*	902.438	10,37 %	10,37 %
Ersel Investimenti S.p.A.	49.231	0,57 %	0,57 %
Value SIF SICAV	150.685	1,73 %	1,73 %
Prima Electro S.p.A.*	852.000	9,79 %	9,79 %
Dirigeants Concernés	643.640	7,39 %	7,39 %
Total	4.882.199	56,09 %	56,09 %

* En application des dispositions de l'article 223-14 du RG AMF et L. 233-7 du Code de commerce :

- L'Initiateur a déclaré avoir, le 7 mars 2018, franchi à la hausse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société, par courrier en date du 8 mars 2018 adressé à l'AMF et à la Société ;
- 360° Capital Management S.A a déclaré avoir, le 7 mars 2018, franchi à la baisse les seuils légaux de 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société, par courrier en date du 9 mars 2018 adressé à l'AMF et à la Société ;
- Ersel Asset Management SGR S.p.A a déclaré avoir, le 7 mars 2018, franchi à la baisse les seuils légaux de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société, par courrier en date du 8 mars 2018 adressé à l'AMF et à la Société ;

¹⁰ Les BSA ne peuvent, conformément aux engagements irrévocables dont ils font l'objet (tels que plus amplement détaillés aux sections 6.4 et 6.5) être apportés à l'Offre.

¹¹ Tous les membres du conseil d'administration à l'exception de son Président Monsieur Massimo Prelz Oltramonti (i.e. Carlalberto Guglielminotti, Emanuela Paola Banfi, Michela Costa, Giuseppe Artizzu, Sonia Levy-Odier, Cesare Maifredi et Davide Peiretti (directement et indirectement par l'intermédiaire de sa société DP-CUBE S.r.l.)) ainsi que certains membres du management (i.e. Andrea Rossi, Gabriele Marchegiani, Nicola Vaninetti, Daniele Rosati, Paolo Bonetti, Ilaria Rosso, Paolo Morandi, Irino Mazzucco, Luisa Frosio, Castelli Dezza, Luca Dal Fabbro, Elvi Elettrotecnica Vitali S.p.A).

¹² Sur une base non diluée à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous)

- Prima Electro S.p.A. a déclaré avoir, le 7 mars 2018, franchi à la baisse les seuils légaux de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société, par courrier en date du 9 mars 2018 adressé à l'AMF et à la Société.

La réalisation de l'Acquisition de Bloc était sujette à la réalisation de conditions préalables, comprenant notamment :

- (i) l'adoption et la mise en place d'un accord d'intéressement au bénéfice de l'équipe de direction d'EPS (le « **Nouveau Plan d'Intéressement** ») régissant notamment le traitement des plans d'intéressements existants ;
- (ii) la conclusion d'accords de non-concurrence et de non-sollicitation au profit de la Société avec certains managers¹³ ; et
- (iii) l'engagement des Actionnaires Cédants bénéficiaires de Stock-Options et BSA Acquis au 7 mars 2018 de les exercer ou d'y renoncer et (i) de céder sur le marché les Actions ainsi émises au plus tard à la date de clôture de l'Offre ou (ii) d'apporter les Actions ainsi émises à l'Offre.

L'Acquisition de Bloc a été réalisée le 7 mars 2018 (la « **Date de Réalisation** »), les conditions préalables susmentionnées ayant été satisfaites.

1.2.2 Composition du conseil d'administration

A la suite de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, la composition du conseil d'administration de la Société a été modifiée le 7 mars 2018 afin de tenir compte de la nouvelle composition de son actionnariat.

L'ensemble des membres du conseil d'administration de la Société a démissionné de leurs fonctions au sein du conseil d'administration.

Monsieur Jean Rappe, Monsieur Massimo Prelz Oltramonti, Madame Frédérique Dufresnoy, Madame Anne Harvengt, Madame Sophie Mertens-Stobbaerts, Madame Audrey Robat, Madame Sonia Levy-Odier et Monsieur Carlalberto Guglielminotti ont pourvu les sièges devenus vacants du conseil d'administration de la Société.

Ces cooptations, qui ont pris effet le 7 mars 2018, sont soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale annuelle de la Société.

Le 7 mars 2018, le conseil d'administration de la Société a également décidé de nommer Monsieur Jean Rappe Président du conseil d'administration. Monsieur Carlalberto Guglielminotti a, quant à lui, été confirmé dans ses fonctions de directeur général de la Société.

A la Date de Réalisation, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Jean Rappe, Président du conseil d'administration ;
- Monsieur Massimo Prelz Oltramonti, administrateur ;
- Madame Frédérique Dufresnoy, administrateur ;
- Madame Anne Harvengt, administrateur ;
- Madame Sophie Mertens-Stobbaerts, administrateur ;

¹³ Ces accords sont d'une durée de deux ans pour les Directeurs Techniques, tel que ce terme est défini ci-après, et d'un an pour les autres managers.

- Madame Audrey Robat, administrateur ;
- Madame Sonia Levy-Odier, administrateur ; et
- Monsieur Carlalberto Guglieminotti, administrateur.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

En application de l'article 233-1, 2° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir (i) auprès des actionnaires d'EPS toutes leurs Actions au prix unitaire de 9,50 euros et (ii) tous les BSA BEI visés par l'Offre qui seront présentés à l'Offre pendant une durée de 10 jours de négociation, au prix unitaire de 9,30 euros.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive à la section 1.2 de la Note d'Information.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EPS

2.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 22 janvier 2018, sur convocation faite conformément aux statuts et règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin de prendre connaissance de l'Acquisition de Bloc et du projet d'Offre de l'Initiateur.

Au cours de cette réunion, le Conseil d'administration a estimé que l'Acquisition de Bloc était dans l'intérêt de la Société, et a, à l'unanimité, accueilli favorablement l'Acquisition du Bloc et le projet d'Offre, sous réserve des conclusions du rapport de l'expert indépendant.

Au cours de cette même réunion, le conseil d'administration a désigné le cabinet Associés en Finance, Jacquillat & Detroyat Associés en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre en application de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF.

Conformément aux recommandations émises par l'AMF, le Conseil d'administration a par ailleurs décidé le 22 janvier 2018 de constituer un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre et en s'assurant que la qualité des informations données par le management est satisfaisante.

Le comité *ad hoc* était initialement composé de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti, Madame Emanuela Paola Banfi et Madame Sonia Levy-Odier. A l'issue de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, à l'occasion de la reconstitution du conseil d'administration, intervenue le 7 mars 2018, Madame Emanuela Paola Banfi a démissionné de ses fonctions d'administrateur sans qu'un nouvel administrateur indépendant ne soit coopté en remplacement. En conséquence, la finalisation des travaux de l'expert indépendants a été réalisée sous la supervision d'un comité *ad hoc* composé de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti et Madame Sonia Levy-Odier.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Ces membres indépendants ont été assistés dans cette tâche par leur propre conseil juridique, distinct de celui de la Société.

2.2 Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 28 mars 2018, sur convocation faite conformément aux

statuts et règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour EPS. A l'exception de Mme Sophie Mertens-Stobbaerts, tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous.

*« Le Conseil d'administration de la société Electro Power Systems (la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), 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 simplifiée qui sera initiée par le groupe Engie, par l'intermédiaire de sa filiale, la société GDF International, société par actions simplifiée au capital de 3 971 640 000 € dont le siège social est située 1, place Samuel de Champlain, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 622 048 965 (« **Engie** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Electro Power Systems non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de son projet d'offre à un prix de 9,50 € par action (l'« **Offre** »).*

Le Président rappelle que le projet d'Offre fait suite à l'acquisition hors marché par Engie, aux termes de deux contrats d'achat d'actions conclus avec les principaux actionnaires de la Société, des administrateurs et l'ensemble des membres de l'équipe de direction de la Société le 24 janvier 2018, de 4 882 199 actions représentant 56,09% du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée et 50,98% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée, à un prix de 9,50 € par action, dont la réalisation est intervenue le 7 mars 2018.

Le Président rappelle également que, lors de sa réunion du 22 janvier 2018, le Conseil d'administration a accueilli favorablement le projet de prise de participation majoritaire par Engie au capital de la Société et a désigné, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Arnaud Jacquillat et Madame Catherine Meyer, en qualité d'expert indépendant.

*Le Président indique que, en conformité avec la recommandation AMF n°2006-15, l'expert indépendant a conduit sa mission sous la supervision des membres indépendants du Conseil d'administration – à savoir initialement Monsieur Massimo Prelz Oltramonti ainsi que Mesdames Emanuela Paola Banfi et Sonia Levy-Odier, réunis au sein d'un comité ad hoc – qui ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Ces membres indépendants ont été assistés dans cette tâche par leur propre conseil juridique, distinct de celui de la Société. Il est rappelé qu'à l'issue de la réalisation de l'acquisition par Engie du contrôle de la Société, soit le 7 mars 2018, le Conseil d'administration de la Société a été recomposé ; à cette occasion, Madame Emanuela Paola Banfi a notamment démissionné sans qu'un nouvel administrateur indépendant ne soit coopté en remplacement. En conséquence, la finalisation des travaux de l'expert indépendants a été réalisée sous la supervision de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti ainsi que de Madame Sonia Levy-Odier uniquement (le « **Comité Ad Hoc** »).*

Préalablement à sa réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information de l'Initiateur devant être déposé auprès de l'AMF, contenant notamment, le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, Portzamparc ;*

- le rapport de l’expert indépendant ; et
- le projet de note en réponse de la Société.

Le Président rappelle les termes de l’Offre, tels que décrits dans le projet de note d’information de l’Initiateur.

Le Président invite alors l’expert indépendant, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Arnaud Jacquillat et Madame Catherine Meyer, à présenter les conclusions de ses travaux au Conseil d’administration.

L’expert indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport :

- (i) le prix de l’Offre s’inscrit dans un contexte inhabituel puisque ce prix s’établit à un niveau sensiblement inférieur au cours coté de la Société, tout au moins si l’on considère le cours entre mi-septembre 2017 et le dernier cours coté, le 23 janvier 2018, avant l’annonce de l’Offre ; le prix de l’Offre extériorise à l’inverse des primes significatives pour les investisseurs s’étant positionnés sur le titres avant septembre 2017, le cours ayant connu depuis l’automne 2017 des mouvements fortement haussiers, mais aussi nettement baissiers, qui laissent supposer des phénomènes de sur-réaction du titre, la volatilité étant particulièrement importante ;*
- (ii) la Société demeure à un stade de développement proche de celui d’une start-up et continue, dans sa situation actuelle, de générer des cash-flows nettement négatifs ; pour mener à bien ses objectifs de croissance, la Société doit donc s’appuyer sur des soutiens financiers et des partenaires industriels ;*
- (iii) le prix de l’Offre est identique à celui accepté par les principaux actionnaires et dirigeants de la Société au terme d’un processus concurrentiel organisé en vue de la cession d’une participation majoritaire au capital de la Société ;*
- (iv) le prix de 9,50€ par action s’inscrit dans la fourchette des valorisations obtenues par la méthode de l’actualisation des flux de trésorerie, qui s’établit entre 8,5€ et 11,3€, méthode qui repose sur le plan d’affaires de la Société, dont les conditions de réalisation demeurent, au stade de développement actuel de la Société, assorties d’un degré d’aléa important ;*
- (v) l’Offre au prix de 9,50€ par action est une offre facultative pour les actionnaires, qui ont le choix entre monétiser leur investissement, dans le contexte d’un marché boursier par ailleurs moins favorable depuis quelques semaines, ou de conserver une exposition au développement et au risque y afférent de la Société ;*
- (vi) les travaux de l’expert indépendant le conduisent ainsi à valider l’équité du prix proposé dans le cadre de l’Offre, notamment du fait du caractère facultatif de celle-ci pour les actionnaires minoritaires.*

Les administrateurs autres que les administrateurs indépendants indiquent alors qu’ils ont choisi de ne pas s’exprimer et de laisser les administrateurs indépendants débattre seuls sur l’intérêt de l’Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Comité Ad Hoc rappelle que, préalablement à la réunion du Conseil d’administration de ce jour, le Comité Ad Hoc s’est assuré que l’expert indépendant avait en sa possession l’ensemble des

informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le Comité Ad Hoc présente alors au Conseil d'administration les conclusions de ses travaux de revue du projet d'Offre :

- le prix de l'Offre correspond au prix retenu dans le cadre de la cession par les principaux actionnaires de la Société d'une participation majoritaire au capital de celle-ci à Engie, étant précisé que cette opération est l'aboutissement d'un processus compétitif organisé à l'initiative de ces principaux actionnaires leur ayant permis de constater que l'offre d'acquisition formulée par Engie était la plus attractive parmi celles présentées par les différents candidats acquéreurs ; des administrateurs et l'ensemble des membres de l'équipe de direction de la Société participent également à la cession de ce bloc de contrôle à Engie ;
- Engie est l'un des plus grands acteurs mondiaux dans le domaine de l'énergie, et entend devenir leader de la transition énergétique, en se concentrant sur les solutions énergétiques décentralisées ; Engie souhaite s'allier à la Société pour atteindre cet objectif ;
- ce rapprochement permettra à la Société d'être soutenue par un partenaire industriel d'envergure pour accompagner et accélérer significativement son développement. Plus précisément, et comme Engie l'indique elle-même, le rapprochement permettra à la Société de s'appuyer sur la puissance industrielle, le réseau mondial et le savoir-faire d'Engie. Sur un marché mondialisé et fortement concurrentiel, l'atteinte d'une taille critique permettra au nouvel ensemble d'accélérer l'innovation, l'investissement, en s'appuyant sur une présence globale et un large portefeuille de clients et de services. Le Comité Ad Hoc note à cet égard qu'il apparaissait de plus en plus clairement au cours des derniers mois que la mise en place d'un tel partenariat devenait essentielle pour que la Société puisse réaliser pleinement son projet industriel ;
- Engie compte s'appuyer sur les dirigeants de la Société dans la continuité et un nouveau plan d'intéressement a été mis en place pour sécuriser l'équipe de direction et renforcer son engagement jusqu'en 2021 ;
- le prix de 9,50 € par action fait ressortir une décote de - 16,7 % par rapport au cours précédant l'annonce du rapprochement (cours de clôture au 23 janvier 2018) et de - 9,7 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 mois précédant l'annonce du rapprochement, étant précisé que l'expert indépendant a relevé la très forte volatilité du titre Electro Power Systems (nettement supérieure à celle de l'indice CAC Small), en particulier depuis septembre 2017. A ce titre, il peut être observé que le prix de l'Offre représente également une prime de 17,3% par rapport au cours de clôture au 31 août 2017 et de 42,7% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 mois précédant cette date ;
- les travaux de l'expert indépendant extériorisent une valeur intrinsèque de l'action Electro Power Systems s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 8,5 € et 11,3 € par application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF) ; le prix de l'Offre se situe dans la moyenne basse de cette fourchette ;
- le prix de l'Offre est sensiblement supérieur à la valorisation de la Société sur le fondement de la méthode des transactions comparables (utilisée à titre indicatif par l'expert indépendant) ;

- le rapport de l'expert indépendant conclut que le prix de l'Offre de 9,50 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- Engie a indiqué ne pas envisager de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et avoir l'intention de maintenir la cotation du titre Electro Power Systems ; chaque actionnaire demeure ainsi libre d'apporter ses actions à l'Offre et de bénéficier ainsi d'une liquidité immédiate et intégrale sur son investissement dans la Société, ou au contraire de demeurer investi au sein de celle-ci afin de bénéficier de la création de valeur (telle qu'anticipée) que pourrait apporter l'adossment d'Electro Power Systems à Engie ;
- l'Offre 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 de la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines. Le Comité Ad Hoc note à ce titre qu'Engie souhaite « préserver et développer les talents ainsi que le savoir-faire des effectifs de la Société » et que de son point de vue, l'Offre « s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de la Société et n'aura pas d'impact négatif sur l'emploi ».

Aux termes de ses travaux, le Comité Ad Hoc recommande à l'unanimité au Conseil d'administration de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'expert indépendant, et des conclusions du Comité Ad Hoc, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré et après avoir pris acte de la recommandation favorable à l'Offre exprimée par le Comité Ad Hoc, décide à l'unanimité d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés. Il recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé que les membres du Conseil d'administration autres que les administrateurs indépendants ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée, à l'unanimité, par le Comité Ad Hoc. »

Le 9 mai 2018, l'expert indépendant a émis un addendum à son rapport d'expertise afin de prendre en compte le fait que l'Offre vise également les BSA BEI et a confirmé sa conclusion quant au caractère équitable des conditions financières envisagées de l'Offre. Le Conseil d'administration de la Société a confirmé lors de sa réunion du 9 mai 2018 que l'addendum n'a pas d'incidence sur l'avis motivé exprimé par le Conseil d'administration de la Société le 28 mars 2018.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant la réitération de l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

« Le Président rappelle que dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée devant être initiée par le groupe Engie, par l'intermédiaire de sa filiale la société GDF International, une société par actions simplifiée au capital de 3 971 640 000 € dont le siège social est située 1, place Samuel de Champlain, 92400 Courbevoie, immatriculée sous le numéro 622 048 965 R.C.S. Nanterre (« **Engie** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Electro Power Systems non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de ce projet d'offre à un prix de 9,50 € par action (l'« **Offre** »), un expert indépendant a été désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 23 janvier 2018, à savoir le cabinet Associés en Finance représenté par Madame Catherine Meyer et Monsieur Arnaud Jacquillat.

*L'expert indépendant a remis son rapport le 28 mars 2018 et lors de sa réunion du même jour, le Conseil d'administration, suivant la recommandation de ses membres autres que les administrateurs intéressés à l'Offre, à savoir Monsieur Massimo Prelz Oltramonti et Madame Sonia Levy-Odier (les « **Administrateurs Indépendants** »), a rendu un avis motivé favorable à ladite Offre.*

*Le Président indique que depuis, l'Initiateur a modifié son Offre afin de viser également l'intégralité des bons de souscription d'actions émis par la Société le 27 juin 2017 en faveur de la Banque Européenne d'Investissement (les « **BSA de la BEI** »), à un prix de 9,30 € par BSA de la BEI.*

*Dans ce cadre et en réponse à une demande en ce sens de l'AMF, le cabinet Associés en Finance a établi ce jour rapport d'expertise indépendante modifié (le « **Rapport Modifié** ») confirmant le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, nonobstant la modification mentionnée ci-avant.*

Le Président invite donc Madame Catherine Meyer à présenter au Conseil d'administration le contenu de ce Rapport Modifié, qui a déjà été décrit aux Administrateurs Indépendants.

Connaissance ainsi prise dudit Rapport Modifié, les membres du Conseil d'administration laissent le soin aux Administrateurs Indépendants de débattre seuls de cette modification de l'Offre et d'apprécier ses éventuelles conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les Administrateurs Indépendants constatent alors que le prix de l'Offre par action n'a pas évolué – l'extension relative aux BSA de la BEI n'ayant que pour effet d'augmenter le coût potentiel de l'Offre pour l'Initiateur, étant rappelé que la Banque Européenne d'Investissement est l'unique titulaire de ces BSA de la BEI et que celle-ci a d'ores et déjà manifesté son intention de les apporter à l'Offre – et que la conclusion de l'expert indépendant demeure inchangée quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Sur recommandation renouvelée des Administrateurs Indépendants, le Conseil d'administration, à l'unanimité, considère que la modification de l'Offre susvisée ainsi que le Rapport Modifié n'ont pas d'incidence sur l'avis motivé qu'il a exprimé lors de sa réunion du 28 avril 2018, et maintient en conséquence sa recommandation favorable à l'Offre qu'il estime conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'administration décide à l'unanimité d'approuver le projet de note en réponse modifié. »

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance, Jacquillat & Detroyat Associés, a été désigné le 22 janvier 2018 par le conseil d'administration de la Société, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, tel que modifié par addendum en date du 9 mai 2018, est intégralement reproduit en Annexe 1 de la Note en Réponse.

4 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EPS

A la suite de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, les membres du conseil d'administration (à l'exception de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti) ne détiennent pas d'Actions.

Monsieur Massimo Prelz Oltramonti s'est engagé, le 24 janvier 2018, dans le cadre du Contrat MPO (voir section 6.2), à apporter à l'Offre 191.945 Actions détenues directement ou indirectement au plus tard 5 jours de négociation avant la clôture de l'Offre. Monsieur Massimo Prelz Oltramonti a par ailleurs l'intention de conserver les actions qu'il détient et qui ne sont pas soumises à cet engagement d'apport afin de pouvoir bénéficier de la création de valeur future de la Société.

5 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Néant.

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

6.1 Contrats d'Acquisition

Aux termes des Contrats d'Acquisition, l'Initiateur a acquis, hors marché, auprès des Actionnaires Cédants 4.882.199 Actions le 24 janvier 2018 représentant à la Date de Réalisation 56,09 % du capital et des droits de vote d'EPS, tel que plus amplement décrit à la section 1.2.1 de la Note en Réponse.

6.2 Accord conclu entre certains actionnaires de la Société et Monsieur Massimo Prelz Oltramonti

Le 24 janvier 2018, un accord, régi et interprété conformément au droit français, a été signé entre certains des principaux actionnaires de la Société (i.e. 360° Capital Management S.A., Ersel Asset Management SGR S.p.A., Ersel Investimenti S.p.A., VALUE SIF SICAV et Monsieur Carlalberto Guglielminotti) d'une part et Monsieur Massimo Prelz Oltramonti d'autre part, par lequel ce dernier a pris les engagements suivants (le « **Contrat MPO** ») :

6.2.1 Engagement d'apport

Monsieur Massimo Prelz Oltramonti s'est engagé à présenter à l'Offre 191.945 Actions qu'il détient, directement ou indirectement, au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre (l'« **Engagement d'Apport** »).

Le Contrat MPO stipule aussi que Massimo Prelz Oltramonti devra :

- notifier les co-contractants au moins trois (3) jours de négociations avant la présentation de ses Actions à l'Offre ;
- ne pas rétracter l'Engagement d'Apport, sauf dans les cas de caducité reproduits ci-après.

L'Engagement d'Apport deviendra caduc si les deux conditions cumulatives suivantes sont satisfaites :

- une offre publique concurrente à l'Offre est déclarée conforme par l'Autorité des marchés financiers ; et
- l'Initiateur n'a pas déposé ou annoncé son intention de déposer une surenchère dans un délai de 15 jours à compter de l'ouverture de l'offre concurrente.

Si ces conditions sont remplies, Monsieur Massimo Prelz Oltramonti sera alors libre de présenter ses Actions à l'offre concurrente.

L'Engagement d'Apport deviendra également caduc, automatiquement, le 31 décembre 2018.

6.2.2 Engagement de renoncer ou d'exercer les BSA Acquis

Dans le cadre du Contrat MPO, Monsieur Massimo Prelz Oltramonti s'est également engagé à exercer ses BSA Acquis au plus tard à la Date de Réalisation puis, au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre, à céder sur le marché les Actions ainsi émises ou à les apporter à l'Offre.

6.3 Accords concernant le remboursement anticipé de l'Emprunt BEI

A la suite de l'Acquisition de Bloc, la BEI a fait part à la Société de sa volonté de mettre en œuvre la clause de changement de contrôle prévue dans la documentation de financement relative à l'Emprunt BEI et de demander ainsi le remboursement anticipé de l'Emprunt BEI. Concomitamment au remboursement de la première tranche de l'Emprunt BEI, EPS Elvi Energy a accepté de renoncer au bénéfice de la promesse de vente accordée par la BEI à EPS Elvi Energy S.r.l., filiale de la Société, portant sur les BSA BEI¹⁴ (la « **Promesse de Vente** »).

La Société a émis le 27 juin 2017 660.513 BSA BEI ayant les caractéristiques suivantes :

- (i) Parité : 1 BSA BEI donne le droit à l'émission d'1 action de la Société ;
- (ii) Prix d'exercice : 0,20 euro par BSA BEI ;
- (iii) Durée : à tout moment au cours d'une période débutant à partir du 1^{er} juillet 2017 et jusqu'au jour du vingtième anniversaire de la date d'émission inclus ;
- (iv) Les BSA BEI ne sont pas transférables par la BEI pendant la durée du financement du fait des Promesses (tel que ce terme est défini ci-après).

La Société n'ayant pas les fonds nécessaires à la date des présentes pour acquérir seule les BSA BEI conformément à la Promesse de Vente, la Société et la BEI ont conclu en date du 9 mai 2018 un acte de renonciation libérant (i) la BEI de la Promesse de Vente et (ii) la Société de la promesse d'achat réciproque avec la Promesse de Vente, (les « **Promesses** »), permettant ainsi à la BEI de céder ses BSA BEI dans l'Offre. La BEI a exprimé son intention d'apporter ses BSA BEI dans l'Offre.

Remboursement de l'Emprunt BEI

Alors que la documentation contractuelle prévoyait un délai maximum de 30 jours calendaires pour satisfaire à l'obligation de remboursement, la BEI a accordé un délai de 120 jours à la Société pour rembourser la première tranche de 10 millions d'euros de l'Emprunt BEI tirée en juin 2017. Les deux autres tranches du financement de la BEI de 20 millions d'euros seront annulées.

La Société explore les options permettant de déterminer les solutions de financement assurant au mieux le respect des intérêts de la Société et de l'ensemble de ses actionnaires. La principale solution envisagée est une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après l'« **Augmentation de Capital** ») permettant à l'ensemble des actionnaires de la Société et des cessionnaires des droits préférentiels de souscription de participer au financement de cette dernière. Ainsi, l'Augmentation de Capital n'aurait pas pour conséquence de reluer la participation de l'Initiateur au capital de la Société sans offrir aux autres actionnaires d'y participer.

L'Augmentation de Capital, qui interviendrait après la clôture de l'Offre et avant la fin du délai de remboursement accordé par la BEI, n'a pas encore été formellement décidée par le conseil d'administration de la Société. La Société établirait un prospectus soumis au visa de l'AMF comprenant le document de référence 2017 de la Société, préalablement enregistré auprès de

¹⁴ Aux termes de l'option d'achat (ou promesse de vente), EPS Elvi Energy S.r.l. peut acquérir les BSA BEI, à partir de la date à laquelle l'ensemble des montants dus au titre du financement sont remboursés ou annulés, à un prix qui reflète, sur la base du ratio de conversion, le prix actualisé des actions de la Société, sous réserve d'un prix minimum de 10 millions d'euros. L'option d'achat peut uniquement être exercée pour la totalité des BSA BEI.

l'AMF, une note d'opération et un résumé du prospectus inclus dans la note d'opération. Le prix d'émission serait égal au Prix d'Offre, soit 9,50 euros par action nouvelle, sous réserve des conditions de marché permettant de fixer un prix d'émission inférieur au cours de l'action de la Société. Le montant brut de l'Augmentation de Capital serait d'environ 30 millions d'euros, en remplacement de l'Emprunt BEI.

L'Initiateur a assuré la Société de son soutien pour participer au refinancement de la première tranche et envisage ainsi, en cas de réalisation de l'Augmentation de Capital, de souscrire à hauteur des droits qu'il détiendra à l'issue de l'Offre et à titre libre pour un montant permettant d'assurer le succès de l'opération, étant rappelé que la souscription de l'Initiateur pour un montant supérieur à 10 millions d'euros reste toutefois soumise aux procédures internes d'approbation du groupe Engie. Il est précisé que l'Initiateur devrait détenir à l'issue de l'Offre et à la suite de l'acquisition et de l'exercice des BSA BEI, au moins 5.542.712 actions représentant 57,88% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée composée de 9.575.852 actions.

6.4 Nouveau Plan d'Intéressement

6.4.1 Rappel des plans de stock-options et de bons de souscription d'actions en vigueur préalablement à la Date de Signature

Préalablement à la Date de Signature, la Société avait mis en place des plans de stock-options et de bons de souscriptions d'actions. A cette date, le nombre total d'actions ordinaires susceptibles d'être créées par la levée complète des stock-options et bons de souscription d'actions s'élevait à 1.761.571 actions nouvelles, correspondant à une dilution maximale d'environ 17,3% du capital¹⁵ existant au 31 décembre 2017.

	Date du CA	Attribués	Expirées	Acquises	En période d'acquisition	Total	Prix de souscription (euro)	Prix d'exercice (euro)	Date d'expiration
Stock-options I 2015 *	06/03/15	349 058	-	241 088	107 970	349 058		0,20	05/03/21
Stock-options II 2015 *	21/04/15	331 965	(56 458)	100 912	174 595	275 507		5,11	20/04/24
Stock-options III 2015	26/11/15	166 340	(121 104)	22 844	22 392	45 236		5,81	25/11/24
Stock-options IV 2015	22/04/16	58 066	(2 191)	24 585	31 290	55 875		4,37	21/04/25
Stock-options I 2016 **	09/09/16	161 104	(2 191)	15 392	143 521	158 913		3,66	08/09/25
Stock-options II 2016	20/12/16	31 850	-	-	31 850	31 850		4,56	19/12/25
Stock-options III 2016	15/05/17	11 802	-	-	11 802	11 802		4,56	19/12/25
Total stock-options		1 110 185	(181 944)	404 821	523 420	928 241			
BSA II 2015	21/04/15	78 883	(32 868)	32 210	13 805	46 015	0,01	5,11	20/04/24
BSA III 2015	26/11/15	5 000	-	2 525	2 475	5 000	0,01	5,81	25/11/24
BSA IV 2015	22/04/16	71 802	-	26 926	44 876	71 802	0,01	4,37	21/04/25
BSA I 2016	09/09/16	40 000	-	-	40 000	40 000	0,01	3,66	08/09/25
BSA II 2016	20/12/16	10 000	-	-	10 000	10 000	0,01	4,56	19/12/25
BSA BEI	27/06/17	660 513	-	660 513	-	660 513	0,01	0,20	2037
Total BSA		866 198	(32 868)	722 498	110 832	833 330			
Total stock-options et BSA		1 976 383	(214 812)	1 127 319	634 252	1 761 571			

Notes : (*) 200.000 Stock-Options et BSA Acquis détenus par le directeur général de la Société sont comptabilisés en Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement. (**) 15.392 Stock-Options I 2016 En Période d'Acquisition détenus par un membre du comité exécutif sont définitivement acquises, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement et sont ainsi comptabilisés en Stock-Options et BSA Acquis.

Il est rappelé que la BEI a exprimé son intention d'apporter les BSA BEI à l'Offre.

Le conseil d'administration en date du 6 mars 2018 a renoncé à la délégation qui lui a été donnée par l'assemblée générale ordinaire du 21 juin 2017 et a donc décidé de ne pas attribuer les 400.000 stock-options et bons de souscriptions d'actions supplémentaires.

Entre la Date de Signature et la Date de Réalisation, les Actionnaires Cédants ont exercé 263.830 Stock-Options et BSA Acquis et cédé sur le marché les actions ainsi émises.

¹⁵ Sur la base d'un capital composé de 8.439.629 actions au 31 décembre 2017.

A la Date de Réalisation, le conseil d'administration a accéléré la période d'acquisition de (i) 15.392 Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition pour un membre du comité exécutif et (ii) 5.964 Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition pour un bénéficiaire non membre du conseil d'administration ou du comité exécutif. Les Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition dont la période d'acquisition a été accélérée sont ainsi devenus des Stock-Options et BSA Acquis.

Le tableau suivant présente les actionnaires de la Société ainsi que les bénéficiaires de titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société préalablement à la Date de Réalisation :

Nom et/ou fonction	Actionnaires cédants (Oui / Non)	Directeurs Techniques (oui / Non)	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote (non dilué)	Stock-Options et BSA acquis	Stock-Options et BSA en période d'acquisition	Nombre d'actions et de droits de vote (dilué)	% du capital et des droits de vote (dilué)
360 Capital One Sicar	O	N	2,284,205	26.24%	-	-	2,284,205	22.39%
Ersel investment Club	O	N	902,438	10.37%	-	-	902,438	8.85%
Ersel Value SIF SICAV	O	N	150,685	1.73%	-	-	150,685	1.48%
Ersel Investment S.p.A.	O	N	49,231	0.57%	-	-	49,231	0.48%
Prima Industrie Group	O	N	852,000	9.79%	-	-	852,000	8.35%
Total actionnaires financiers (A)			4,238,559	48.70%	-	-	4,238,559	41.55%
DG, membre du CA et du COMEX*	O	O	17,135	0.20%	15,962	216,663	249,760	2.45%
Membre du CA et du COMEX	O	O	5	0.00%	87,955	113,745	201,705	1.98%
Membre du COMEX	O	O	36,995	0.43%	-	18,498	55,493	0.54%
Membre du COMEX	O	O	47,761	0.55%	-	23,881	71,642	0.70%
Membre du COMEX**	O	O	4,784	0.05%	15,392	42,883	63,059	0.62%
Membre du COMEX	O	O	11,420	0.13%	26,295	4,930	42,645	0.42%
Total Directeurs Techniques cédants (B)			118,100	1.36%	145,604	420,600	684,304	6.71%
Membre du CA	O	N	5	0.00%	1	3,944	3,950	0.04%
Membre du CA	O	N	146,497	1.68%	-	-	146,497	1.44%
Membre du CA	O	N	109,154	1.25%	-	-	109,154	1.07%
Membre du CA	O	N	6,000	0.07%	-	-	6,000	0.06%
Membre du CA et du COMEX	O	N	10,000	0.11%	-	71,802	81,802	0.80%
Membre du COMEX	O	N	10,000	0.11%	19,392	50,109	79,501	0.78%
Membre du COMEX	O	N	30,000	0.34%	-	-	30,000	0.29%
Membre du COMEX	O	N	31,807	0.37%	5,964	-	37,771	0.37%
Salarié de la Société	O	N	4,784	0.05%	-	2,392	7,176	0.07%
Salarié de la Société	O	N	2,392	0.03%	964	3,423	6,779	0.07%
Autre	O	N	106,492	1.22%	-	-	106,492	1.04%
Autre	O	N	58,842	0.68%	-	-	58,842	0.58%
Autre	O	N	9,567	0.11%	-	-	9,567	0.09%
Autres actionnaires cédants (C)			525,540	6.04%	26,321	131,670	683,531	6.70%
Total actionnaires cédants (A) + (B) + (C)			4,882,199	56.09%	171,925	552,270	5,606,394	54.96%
Membre du COMEX	N	O	-	0.00%	26,295	4,930	31,225	0.31%
Président du CA ***	N	N	191,145	2.20%	3	49,860	241,008	2.36%
Autres salariés de la Société	N	N	-	0.00%	10,807	6,138	16,945	0.17%
Salarié de la Société	N	N	-	0.00%	2,850	12,150	15,000	0.15%
BEI	N	N	-	0.00%	660,513	-	660,513	6.47%
Public	N	N	3,630,115	41.71%	-	-	3,630,115	35.59%
Total			8,703,459	100.00%	872,393	625,348	10,201,200	100.00%

Notes : CA : Conseil d'administration préalablement à la Date de Réalisation. COMEX : Comité exécutif. (*) 200.000 Stock-Options et BSA Acquis détenus par le directeur général de la Société sont comptabilisés en Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement. (**) 15.392 Stock-Options I 2016 En Période d'Acquisition détenus par un membre du comité exécutif sont définitivement acquises, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement et sont ainsi comptabilisés en Stock-Options et BSA Acquis. (***) Le président du conseil d'administration s'est engagé vis-à-vis des Actionnaires Cédants à apporter les 191.945 actions qu'il détient directement ou indirectement à l'Offre.

6.4.2 Présentation du Nouveau Plan d'Intéressement

Conformément aux Contrats d'Acquisition, le conseil d'administration réuni le 6 mars 2018, a adopté le Nouveau Plan d'Intéressement, régi par le droit italien, aux termes duquel (i) les Cédants titulaires de Stock-Options et / ou de BSA non-exercçables se voient attribuer, en lieu et place desdits Stock-Options et / ou BSA et dans les mêmes proportions, des *stock appreciation rights* reproduisant par voie de versement en numéraire la logique économique des Stock-Options et BSA (les « **SARs** ») et (ii) certains managers ayant un profil technique¹⁶ se voient attribuer des SARs

¹⁶ i.e. disposant de compétences techniques dans le marché de la technologie et de l'énergie

additionnels (les « **SARs Additionnels** »), notamment sous condition de réalisation d'objectifs de performance.

(a) Attribution des SARs

Le Nouveau Plan d'Intéressement prévoit l'attribution de SARs ayant les caractéristiques suivantes :

- (i) Le nombre de SARs attribué est égal au nombre de Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition préalablement détenu par le bénéficiaire ;
- (ii) Les SARs ne donnent pas accès au capital de la Société mais uniquement à un paiement en espèce réglé par la Société ;
- (iii) L'exercice des SARs est conditionné à la présence du bénéficiaire au sein de la Société, sous réserve des exceptions suivantes :
 - (a) Les exceptions usuelles (décès, départ en retraite, invalidité/incapacité permanente, maladie, licenciement du bénéficiaire en raison de l'expiration du délai de grâce (*periodo di comporto*)) ;
 - (b) Le transfert du bénéficiaire au sein du groupe Engie ;
 - (c) Le bénéficiaire est un *Good Leaver*¹⁷. La démission du bénéficiaire de la Société, le licenciement ou la révocation pour *giusta causa* entraîne automatiquement la perte des SARs ; et
 - (d) Le cas de changement de contrôle direct ou indirect de la Société, au sens de l'article L. 233-3 I du Code de commerce
- (iv) Le prix d'exercice des SARs est celui du Stock-Option ou BSA préalablement détenu ; et
- (v) A la date d'exercice, la valeur d'un SAR sera égale à la différence entre (i) le plus haut entre la valeur du cours de bourse de l'action de la Société à la date d'exercice¹⁸ d'une part et du Prix d'Offre d'autre part, étant précisé que si les actions de la Société cessent d'être admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, la valeur d'un SAR sera égale au plus haut d'une valeur déterminée à dire d'expert et du Prix d'Offre et (ii) le prix d'exercice dudit SAR.

Préalablement à la Date de Signature, et dans le cadre du changement de contrôle à venir, la Société envisageait l'accélération des dates d'exercice des Stock-Options et BSA en période de conservation sous réserve d'une décision favorable de ses actionnaires. Cependant, l'Initiateur a souhaité que les principaux dirigeants de la Société ne bénéficient pas d'une accélération du calendrier d'exercice mais au contraire que ceux-ci acceptent de renoncer à leurs Stock-Options et BSA en période de conservation et adoptent le Nouveau Plan d'Intéressement.

- (i) Pour trois bénéficiaires de SARs n'ayant pas un profil technique, les dates d'exercice ne sont pas accélérées mais restent identiques à celles du Stock-Option ou BSA préalablement détenu ; et

¹⁷ Définition du *Good Leaver* : le bénéficiaire est licencié de la Société ou d'une société affiliée à la Société ou révoqué d'un mandat exercé au sein de la Société ou d'une société affiliée à la Société, pour toute raison autre que pour juste cause (*giusta causa*, telle que cette notion est définie par le Code civil Italien).

¹⁸ La valeur retenue sera déterminée par rapport à la moyenne pondérée journalière du cours de l'action de la Société publiée à la clôture du marché Euronext, étant précisé qu'en cas d'exercice de SAR après 15h, la valeur retenue correspondra à la moyenne pondérée journalière du cours de l'action de la Société publiée à la clôture du marché Euronext, le jour de bourse suivant la notification d'exercice.

- (ii) Pour les bénéficiaires de SARs ayant un profil technique et membres du comité exécutif (les « **Directeurs Techniques** »)¹⁹, les dates d'exercice des SARs sont étendues par rapport aux dates d'exercice des Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition comme suit :
- (a) 30% des SARs sont exerçables 24 mois après la Date de Réalisation, soit en mars 2020 ; et
 - (b) Les SARs restants sont exerçables, par tranche de 17,5% tous les semestres au cours de la période de deux ans qui suit, soit jusqu'en mars 2022.

L'Initiateur a demandé à Monsieur Carlalberto Guglielminotti, directeur général, de transformer 200.000 Stock-Options et BSA Acquis²⁰ en SARs.

Préalablement à la Date de Réalisation, Monsieur Carlalberto Guglielminotti était bénéficiaire de 255.404 stock-options et bons de souscription dont 215.962 Stock-Options et BSA Acquis et 39.442 Stock-Options et BSA en période de conservation. Pour la bonne réalisation de l'Acquisition de Bloc, Monsieur Carlalberto Guglielminotti a ainsi accepté de renoncer, à la Date de Réalisation, à 200.000 Stock-Options et BSA Acquis qu'il aurait pu exercer et céder sur le marché Euronext ou apporter à l'Offre les actions ainsi émises à un prix minimum égal au Prix d'Offre et se verrait attribuer autant de SARs soumis à des conditions de présence au sein de la Société décrites ci-dessus et ayant des périodes d'exercice comprises entre mars 2020 et mars 2022. Il est rappelé que les éléments de rémunération de Monsieur Carlalberto Guglielminotti, en ce compris les SARs octroyés devront être approuvés par l'assemblée générale des actionnaires de la Société conformément à la réglementation en vigueur.

Pour trois employés de la Société faisant partie des Actionnaires Cédants dont deux Directeurs Techniques, qui bénéficiaient en cumulé de 10.745 Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition, la Société a mis en place, suite à leurs renonciations auxdits titres à la Date de Réalisation, un plan de bonus basé sur un pourcentage du salaire fixe dudit bénéficiaire.

Pour les employés bénéficiaires des plans de stock-options et de bons de souscriptions d'actions de la Société mais ne faisant pas partie des Actionnaires Cédants, ils devront exercer ou renoncer à leurs stock-options acquis et (i) céder sur le marché les actions ainsi émises au plus tard à la date de clôture de l'Offre ou (ii) apporter les actions ainsi émises à l'Offre. Une salariée de la Société, bénéficiaire de 12.150 BSA en période d'acquisition, y a renoncé à la Date de Réalisation et s'est vue attribuer autant de SARs. Les 6.138 Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition restants seraient remplacés par des SARs, en cas de renonciation à leurs titres en période d'acquisition.

(b) Attribution de SARs Additionnels

Dans le cadre de la remise à plat des éléments de rémunération de certains Directeurs Techniques en raison de leurs compétences techniques clés pour la Société et afin de pérenniser et de sécuriser leurs engagements et leurs contributions au développement, celle-ci a décidé l'attribution de 496.576 SARs Additionnels à quatre Directeurs Techniques, membres du comité exécutif de la Société, dont près de 300.000 au directeur général de la Société.

Pour 100% des SARs Additionnels prévus pour le directeur général et 50% des SARs Additionnels prévus pour les trois autres Directeurs Techniques, ces SARs Additionnels ne seront acquis qu'en fonction d'atteinte de critères de performance qui devront être satisfaits dans un délai de trois ans

¹⁹ Comprennent Carlalberto Guglielminotti, Giuseppe Artizzu, Gabriele Marchegiani, Nicola Vaninetti, Daniele Rosati, Ilaria Rosso et Emiliano Novo.

²⁰ Dont 107.970 Stock-Options I 2015 et 92.030 Stock-Options II 2015.

à compter de la date d'attribution. Ces critères de performance sont liés à l'atteinte de niveaux de chiffres d'affaires et d'excédent brut d'exploitation en cohérence avec le plan stratégique présenté au marché en mai 2017 et aux taux de rétention des employés de la Société au titre des exercices 2018 à 2020.

Les caractéristiques des SARs Additionnels du directeur général sont les suivantes :

- (i) Droits personnels et incessibles (sauf en cas de décès du directeur général) ;
- (ii) Condition de présence du directeur général au sein de la Société sauf exceptions décrites ci-dessous ;
- (iii) Critères d'attribution : 100% des droits conditionnés à l'atteinte de critères de performance ;
- (iv) Date d'exercice : 2021 ;
- (v) Valeur d'exercice : prix d'Offre ; et
- (vi) Prix d'exercice : 3,66 euros, correspondant au prix d'exercice moyen des stock-options détenus par les quatre bénéficiaires des SARs Additionnels.

Etant un élément de rémunération, il est rappelé que l'attribution des SARs Additionnels au directeur général est soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de la Société (résolution « Say on Pay »).

Les caractéristiques des SARs Additionnels des trois autres Directeurs Techniques sont les suivantes :

- (i) Droits personnels et incessibles (sauf en cas de décès du bénéficiaire) ;
- (ii) Condition de présence du bénéficiaire au sein de la Société sauf exceptions décrites ci-dessous ;
- (iii) Critères d'attribution : 50% des droits conditionnés à l'atteinte de critères de performance ;
- (iv) Période d'exercice : 2020-2021 ;
- (v) Valeur d'exercice égale au plus haut entre la valeur du cours de bourse de l'action de la Société à la date d'exercice²¹ d'une part et du Prix d'Offre d'autre part, étant précisé que si les actions de la Société cessent d'être admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, la valeur d'un SAR Additionnel sera égale au plus haut d'une valeur déterminée à dire d'expert et du Prix d'Offre ;
- (vi) Prix d'exercice : 3,66 euros, correspondant au prix d'exercice moyen des stock-options détenus par les quatre bénéficiaires des SARs Additionnels.

Les exceptions à la condition de présence du bénéficiaire au sein de la Société sont :

- (i) Les exceptions usuelles (décès, départ en retraite, invalidité/incapacité permanente, maladie (licenciement du bénéficiaire en raison de l'expiration du délai de grâce (*periodo di comporto*)),

²¹ La valeur retenue sera déterminée par rapport à la moyenne pondérée journalière du cours de l'action de la Société publiée à la clôture du marché Euronext, étant précisé qu'en cas d'exercice de SAR après 15h, la valeur retenue correspondra à la moyenne pondérée journalière du cours de l'action de la Société publiée à la clôture du marché Euronext, le jour de bourse suivant la notification d'exercice.

- (ii) Le transfert du bénéficiaire au sein du groupe Engie ;
- (iii) Le bénéficiaire est un *Good Leaver*²² et la condition *Good Leaver*²³ est satisfaite. La démission du bénéficiaire de la Société et les autres cas de *Bad Leaver*²⁴ décrits ci-dessous entraînent automatiquement la perte des SARs ; et
- (iv) Le cas de changement de contrôle direct ou indirect de la Société, au sens de l'article L.233-3 I du Code de commerce, avant le 7 septembre 2021 si la condition de *Good Leaver* est satisfaite pour les SARs conditionnés aux Objectifs.

Le tableau suivant présente les actionnaires de la Société ainsi que les bénéficiaires de titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société postérieurement à la Date de Réalisation.

Nom et/ou fonction	Actionnaires cédants (Oui / Non)	Directeurs Techniques (Oui / Non)	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote (non dilué)	Stock-Options Acquis	BSA Acquis	Stock-Options et BSA Acquis	Nombre d'actions et de droits de vote (dilué)	% du capital et des droits de vote (dilué)	Droits à l'Appréciation d'Action	Droits à l'Appréciation d'Action Additionnels
GDF International			4 882 199	56,09%				4 882 199	56,09%		
DG, membre du CA et du COMEX*	O	O	-	0,00%	15 962	-	15 962	15 962	0,17%	216 663	291 096
Membre du CA et du COMEX	O	O	-	0,00%	87 955	-	87 955	87 955	0,92%	113 745	42 808
Membre du COMEX	O	O	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	18 498	-
Membre du COMEX	O	O	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	23 881	34 247
Membre du COMEX**	O	O	-	0,00%	15 392	-	15 392	15 392	0,10%	42 883	128 425
Membre du COMEX	O	O	-	0,00%	26 295	-	26 295	26 295	0,27%	-	-
Total Directeurs Techniques cédants (B)				0,00%	145 604		145 604	145 604	1,52%	415 670	496 576
Membre du CA	O	N	-	0,00%	1	-	1	1	0,00%	3 944	-
Membre du CA	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Membre du CA	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Membre du CA	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Membre du CA et du COMEX	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	71 802	-
Membre du COMEX	O	N	-	0,00%	19 392	-	19 392	19 392	0,20%	50 109	-
Membre du COMEX	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Membre du COMEX	O	N	-	0,00%	5 964	-	5 964	5 964	0,06%	-	-
Salarié de la Société	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Salarié de la Société	O	N	-	0,00%	964	-	964	964	0,01%	-	-
Autre	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Autre	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Autre	O	N	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	-	-
Autres actionnaires cédants (C)				0,00%	26 321		26 321	26 321	0,27%	125 856	-
Total actionnaires cédants (B)+(C)				0,00%	171 925		171 925	171 925	1,80%	541 525	496 576
Membre du COMEX	N	O	-	0,00%	26 295	-	26 295	26 295	0,27%	4 930	-
Président du CA ***	N	N	191 145	2,20%	-	3	3	191 148	2,00%	49 860	-
Autres salariés de la Société	N	N	-	0,00%	10 807	-	10 807	10 807	0,11%	6 138	-
Salarié de la Société	N	N	-	0,00%	-	2 850	2 850	2 850	0,03%	12 150	-
BSI	N	N	-	0,00%	-	660 513	660 513	660 513	6,90%	-	-
Public	N	N	3 630 115	41,71%	-	-	-	3 630 115	37,91%	-	-
Total			8 703 459	100,00%	209 027	663 366	872 393	9 575 852	100,00%	614 603	496 576

Notes : CA : Conseil d'administration préalablement à la Date de Réalisation. COMEX : Comité exécutif. (*) 200.000 Stock-Options et BSA Acquis détenus par le directeur général de la Société sont comptabilisés en Stock-Options et BSA En Période d'Acquisition, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement. Le directeur général de la Société a cédé le 12 mars 2018 15.301 actions et a indiqué ne plus détenir d'actions à l'issue de cette cession (cf D&I 218C0897), étant rappelé qu'à cette date, le Prix d'Offre avait été communiqué le 24 janvier 2018 lors de l'annonce de la signature de l'Acquisition de Bloc et le 8 mars 2018 lors de l'annonce de la réalisation de l'Acquisition de Bloc. (**) 15.392 Stock-Options l 2016 En Période d'Acquisition détenus par un membre du comité exécutif sont définitivement acquises, conformément au Nouveau Plan d'Intéressement et sont ainsi comptabilisés en Stock-Options et BSA Acquis. (***) Le président du conseil d'administration s'est engagé vis-à-vis des Actionnaires Cédants à apporter les 191.945 actions qu'il détient directement ou indirectement à l'Offre.

6.5 Engagements de l'Initiateur et des Actionnaires Cédants

6.5.1 Engagements de l'Initiateur

Par lettre de l'Initiateur en date du 7 mars 2018, adressée aux principaux actionnaires de la Société (et contresignée par ces derniers), l'Initiateur s'est engagé à voter en faveur de la modification des principes et critères de rémunérations de Monsieur Carlalberto Guglieminotti et Monsieur Massimo Prelz Oltramonti mentionnés au paragraphe 6.3 ci-dessus et à faire tout ce qui serait nécessaire en

²² Définition du *Good Leaver* : le bénéficiaire est licencié de la Société ou d'une société affiliée à la Société ou révoqué d'un mandat exercé au sein de la Société ou d'une société affiliée à la Société, pour toute raison autre que pour juste cause (*giusta causa*, telle que cette notion est définie par le Code civil Italien).

²³ Définition de la condition *Good Leaver* liée à l'atteinte d'au moins un des critères d'attribution des SARs Additionnels.

²⁴ Définition du *Bad Leaver* entraînant automatiquement la perte des SARs Additionnels : (i) Licenciement ou révocation par la Société pour *giusta causa*; (ii) Démission ; et (iii) Cas de départ *Good Leaver* sans que la Condition *Good Leaver* ne soit satisfaite.

vue de la mise en place des attributions de leurs SARs/SARs Additionnels (l'« **Engagement CGU-MPO** »).

6.5.2 Engagement des Actionnaires Cédants concernant les Stock-Options et BSA Acquis

Le 7 mars 2018, chacun des Actionnaires Cédants s'est engagé, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, à exercer ou à renoncer à l'ensemble des Stock-Options et BSA Acquis qu'il détient à la Date de Réalisation et, en cas d'exercice, à apporter les Actions ainsi émises à l'Offre (l'« **Engagement des Actionnaires Cédants** »).

7 ELEMENTS RELATIFS A EPS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital social

Au 23 mars 2018, le capital social d'EPS, d'un montant de 1.746.743 euros, est divisé en 8.733.716 actions d'une valeur nominale de 0,20 euro, entièrement libérées et de même catégorie.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant (i) des franchissements de seuils communiqués, (ii) des déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, et (iii) des informations contenues dans la Note d'Information déposée par l'Initiateur, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit au 23 mars 2018, sur une base non-diluée :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital et de droits de vote
Initiateur	4.882.199	55,9 %
Public et investisseurs institutionnels	3.851.517	44,1 %
Total	8.733.716	100 %

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à l'exception des BSA BEI, des Stock-Options Acquis et des BSA Acquis.

Comme indiqué ci-avant, l'Emprunt BEI porte sur un financement de trois tranches de 10 millions d'euros dont la première a été tirée à la fin du mois de juin 2017. C'est en contrepartie de cette tranche (qui ne porte pas intérêt) que les BSA BEI ont été attribués.

A la suite de l'Acquisition de Bloc, la BEI a fait part à la Société de sa volonté de mettre en œuvre le changement de contrôle prévu dans le Contrat de Financement relatif à l'Emprunt BEI. A la suite de la renonciation²⁵ aux Promesses prévenant la transférabilité des BSA BEI par les parties auxdites Promesses, la BEI a exprimé son intention d'apporter à l'Offre ses BSA BEI.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Il n'existe aucune autre restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions que celles mentionnés aux sections 7.2.1 à 7.2.3 ci-dessous.

²⁵ La Société ne pouvait faire face seule à ses obligations de remboursement, la Société et la BEI se sont accordées pour que la Société renonce à la Promesse de Vente qui prévenait le transfert des BSA pour permettre à la BEI d'apporter ses BSA à l'Offre.

7.2.1 *Obligation de déclaration des franchissements de seuils*

Aux termes de l'article 13 des statuts de la Société (les « **Statuts** »), toute personne physique ou morale ou tout actionnaire venant à franchir, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens des articles L. 233-10 et suivants du Code de commerce, à la hausse ou à la baisse le seuil de 3 % du capital ou de droits de vote de la Société, ou un multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer EPS avant la clôture du cinquième jour de négociation suivant ledit franchissement par lettre recommandée avec accusé de réception, étant précisé que pour la détermination de ces seuils il sera tenu compte des titres assimilés aux actions par les articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce.

Le non-respect de cette obligation peut être sanctionné par la privation des droits de vote afférents aux Actions excédant la fraction non déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification. Toutefois, cette sanction ne peut être exercée qu'à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à 3 %.

7.2.2 *Transfert d'Actions*

Il n'existe dans les Statuts aucune disposition particulière pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions de la Société.

7.2.3 *Droit de vote double*

Aux termes de l'article 11 des Statuts, les Actions ne bénéficient d'aucun droit de vote double ; chaque Action conférant un seul droit de vote.

7.3 **Clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce**

Néant, à l'exception de l'Engagement d'Apport mentionné en section 6.2.1 de la Note en Réponse.

7.4 **Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce**

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

A l'exception de l'Initiateur, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 3 % de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente Note en Réponse.

7.5 **Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Néant.

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

Néant.

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

A la connaissance de la Sociétés, les seuls accords pouvant entraîner des restrictions relatives aux transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote sont le Contrat MPO, l'Engagement CGU-MPO et l'Engagement des Actionnaires Cédants.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des Statuts d'EPS

7.8.1 *Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration*

En application de l'article 16 des Statuts, le conseil d'administration de la Société s'est doté d'un règlement intérieur afin de préciser les procédures régissant son fonctionnement.

Aux termes de l'article 14 des Statuts et de l'article 1^{er} du règlement intérieur, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de onze membres au plus, sous réserves des dérogations légales ou réglementaires applicables. Le conseil d'administration s'efforce de compter en son sein au moins deux membres indépendants et libres d'intérêts par rapport à la Société et au groupe EPS au sens de l'article 2.2 du règlement intérieur. Si le conseil d'administration venait à compter plus de huit membres, le conseil d'administration s'efforcerait de compter en son sein au moins trois administrateurs indépendants. Aux termes de l'article 2.2 du règlement intérieur, est réputé indépendant, l'administrateur qui n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la Société, la direction ou le groupe EPS, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ou être de nature à le placer en situation de conflit d'intérêts avec la direction, la Société ou le groupe EPS.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur et les Statuts. La durée de leurs fonctions est de trois ans. Par exception, l'assemblée générale ordinaire peut nommer un ou plusieurs administrateurs pour une durée inférieure à trois ans ou, selon le cas, réduire la durée des fonctions d'un ou plusieurs administrateurs afin de permettre un renouvellement échelonné des mandats des membres du conseil d'administration. Ils sont rééligibles et peuvent être révoqués par l'assemblée générale ordinaire à tout moment.

Le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur à un administrateur en fonction. Si cette limite venait à être dépassée, à défaut de démission volontaire d'un administrateur âgé de plus de 70 ans, le plus âgé des administrateurs sera réputé démissionnaire d'office. Toutefois, dans le cas où la limite viendrait à être dépassée à la suite d'une diminution du nombre d'administrateurs en fonction, ce dépassement restera sans effet s'il est procédé, dans un délai de trois mois, aux remplacements nécessaires pour que le nombre d'administrateurs en fonction ayant dépassé la limite d'âge puisse être maintenu.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Lorsqu'une personne morale est nommée administrateur, celle-ci désigne un représentant permanent pour la représenter, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Sous réserve des exceptions légales, chaque administrateur doit être propriétaire d'une Action au moins pendant toute la durée de son mandat. Les administrateurs nommés en cours de vie sociale peuvent ne pas être actionnaires au moment de leur nomination mais doivent le devenir dans le délai de six mois, à défaut de quoi ils seront réputés démissionnaires d'office.

Lorsque les conditions légales sont réunies, le conseil d'administration peut procéder à la nomination d'administrateurs à titre provisoire pour la durée du mandat restant à couvrir de son prédécesseur. En application de la loi, les nominations provisoires sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

En outre, conformément à l'article 17 des Statuts et à l'article 8 du règlement intérieur, le conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques un Président, pour une durée ne pouvant excéder celle restant à courir de son mandat d'administrateur et est rééligible sans limitation. La limite d'âge du Président est fixée à 70 ans. Ses fonctions prennent fin au plus tard à

l'issue de la première séance du conseil d'administration après qu'il ait atteint l'âge de 70 ans. En cas d'empêchement temporaire ou de décès du Président, le conseil d'administration peut déléguer le Vice-Président, ou en l'absence de Vice-Président, un administrateur dans les fonctions de Président. En cas d'empêchement temporaire, cette délégation est donnée pour une durée limitée et est renouvelable. En cas de décès, elle vaut jusqu'à l'élection du nouveau Président.

Enfin, en application de l'article 9 du règlement intérieur, le conseil d'administrateur peut nommer parmi ses membres un Vice-Président, personne morale ou physique. Il est nommé pour une durée ne pouvant excéder celle de son mandat d'administrateur et est rééligible.

7.8.2 Modification des Statuts d'EPS

Aux termes de l'article 22 des Statuts, la modification des Statuts relève de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'EPS.

Aux termes de l'article 21 des Statuts, l'assemblée générale extraordinaire est convoquée et tenue dans les formes, délais et conditions prévus par la loi.

7.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

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

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les Statuts, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	21 juin 2017 (11 ^{ème} résolution)	10 % du capital social et 5 % du capital social en ce qui concerne les acquisitions réalisées en vue de leur conservation et remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de fusion, scission ou apport.	18 mois	Non utilisée
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions de la Société dans le cadre de	21 juin 2017 (12 ^{ème} résolution)	10 % du capital social par période de 24 mois	18 mois	Non utilisée

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
l'autorisation de rachat de ses propres actions				
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre et d'attribuer des options d'achat et/ou options de souscriptions d'actions	21 juin 2017 (13 ^{ème} résolution)	400.000 Actions ²⁶	38 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre et d'attribuer des bons de souscription d'actions autonomes réservés à une catégorie de personnes	21 juin 2017 (14 ^{ème} résolution)	400.000 Actions ²⁷	18 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires de la Société réservées à des personnes dénommées	21 juin 2017 (15 ^{ème} résolution)	196.932 Actions	14 mois	Entièrement utilisée (conseil d'administration en date du 31 juillet 2017)
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des bons de souscription d'actions autonomes réservés à la Banque européenne d'investissement	23 mai 2017 (1 ^{ère} résolution)	660.513 BSA	18 mois	Entièrement utilisée (conseil d'administration en date du 11 avril 2017)
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social, avec maintien du droit préférentiel de souscription	21 juin 2016 (11 ^{ème} résolution)	1.250.000 euros ²⁸	26 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription	21 juin 2016 (12 ^{ème} résolution)	1.250.000 euros ²⁸	26 mois	Non utilisée

²⁶ Le montant global des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées immédiatement et/ou à terme en vertu de la présente délégation et en vertu de la délégation accordée par la 14^{ème} résolution de l'assemblée générale tenue le 21 juin 2017, ne pourra excéder un nombre total d'actions égal à 400.000 Actions

²⁷ Le montant global des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées immédiatement et/ou à terme en vertu de la présente délégation et en vertu de la délégation accordée par la 13^{ème} résolution de l'assemblée générale tenue le 21 juin 2017, ne pourra excéder un nombre total d'actions égal à 400.000 Actions

²⁸ Ce montant s'imputera sur le plafond nominal global de 1.576.361,40 euros prévu à la 19^{ème} résolution de l'assemblée générale tenue le 21 juin 2016

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie de placement privé	21 juin 2016 (13 ^{ème} résolution)	1.250.000 euros ²⁸ dans la limite de 20 % du capital social par période de 12 mois	26 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en cas d'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription en vue de fixer le prix d'émission	21 juin 2016 (14 ^{ème} résolution)	10 % du capital social par période de 12 mois	26 mois	Non utilisée
Autorisation à l'effet d'augmenter le nombre de titres des émissions avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription ²⁹ en cas de demandes excédentaires	21 juin 2016 (15 ^{ème} résolution)	15 % de l'émission initiale ²⁸	26 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social pour rémunérer des apports en nature consentis à la Société en dehors d'une offre publique d'échange	21 juin 2016 (16 ^{ème} résolution)	10 % du capital social ²⁸	26 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	21 juin 2016 (17 ^{ème} résolution)	1.250.000 euros ²⁸	26 mois	Non utilisée
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, de fusion ou d'apport, ou toute autre somme dont la capitalisation serait admise	21 juin 2016 (18 ^{ème} résolution)	1.250.000 euros ²⁸	26 mois	Non utilisée

²⁹ Décidées en vertu des 11^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions de l'assemblée générale tenue le 21 juin 2016

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de pouvoir au conseil d'administration en vue de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés adhérents au plan d'épargne entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription	21 juin 2016 (22 ^{ème} et 23 ^{ème} résolutions)	10.000 euros	26 mois	Non utilisée

7.10 Accords conclus par EPS étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'EPS

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Sous réserve :

- de ce qui figure en section 6.3, et
- d'un certain nombre de contrats commerciaux signés par la Société et/ou ses filiales, qui intègrent des clauses offrant au client ou au partenaire la possibilité de résilier le contrat en cas de changement de contrôle,

il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique, sous réserve de ce qui suit :

8 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 du REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un avis financier sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A 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 ».

Le 29 mai 2018

Monsieur Carlalberto Guglielminotti
Directeur général d'EPS

Annexe 1
Rapport de l'expert indépendant

**Expertise indépendante d'Associés en Finance se prononçant sur
le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique
d'Achat Simplifiée initiée par GDF International sur l'ensemble des
actions et sur les bons de souscription d'actions de la société
Electro Power Systems**

*Rapport initial en date du 28 mars 2018, modifié en date du 9 mai 2018, au regard des modifications des
conditions de l'offre initiale*



SOMMAIRE

Introduction.....	4
I. Missions et moyens	4
II. Electro Power Systems : présentation, analyse et stratégie.....	8
II.A. Historique de la Société	8
II.B. Actionnariat et organigramme	9
II.B.1. Actionnariat	9
II.B.2. Organigramme	10
II.C. Les activités d'EPS.....	10
II.C.1. Système HyESS™	11
II.C.2. Développement d'EPS (déploiement d'HyESS™)	11
II.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel.....	15
II.D.1. Le marché du stockage d'énergie	15
II.D.2. L'environnement concurrentiel	17
II.E. Analyse financière d'EPS.....	19
II.E.1. Compte de résultat.....	19
II.E.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie.....	22
II.F. Analyse SWOT d'EPS.....	25
III. Examen des accords entre les parties.....	26
IV. Evaluation d'EPS.....	29
IV.A. Examen du cours de bourse.....	29
IV.B. Les méthodes de valorisation écartées	33
IV.C. Les méthodes de valorisation retenues.....	35
IV.C.1. Objectifs de cours sur EPS (à titre indicatif)	36
IV.C.2. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	36
IV.C.3. Références de transactions sur le capital d'EPS	37
IV.C.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	38
V. Analyse des travaux de l'établissement présentateur.....	45
V.A. Méthodologies d'évaluation écartées par l'établissement présentateur	45
V.B. Détail des valorisations.....	45
V.B.1. Méthodes présentées à titre indicatif	46
V.B.2. Méthodes présentées à titre principal.....	47
V.C. Résultats comparés.....	49
VI. Conclusion d'Associés en Finance (en date du 28 mars 2018)	50

VII. Annexe 1 : addendum au rapport d'expertise au regard de la modification du projet d'Offre	52
VII.A. Analyse de l'Offre sur les BSA.....	52
VII.A.1. Contexte de l'Offre sur les BSA	52
VII.A.2. Appréciation du prix offert par BSA.....	53
VII.A.3. Analyse des travaux de valorisation des BSA détenus par la BEI menés par la banque présentatrice	54
VII.B. Analyse des conséquences potentielles de l'exercice par la Banque Européenne d'Investissement de la clause de changement de contrôle	55
VII.C. Addendum à la conclusion du rapport d'expertise d'Associés en Finance	59
VII.D. Eléments complémentaires sur les caractéristiques des plans d'intéressement.....	62
VII.D.1. Les Droits à l'Appréciation d'Action (SAR).....	62
VII.D.2. Les Droits additionnels	63
VIII. Annexe 2 : présentation de l'expert	65
IX. Annexe 3 : descriptif des sociétés présentées à titre indicatif dans la méthode des comparables boursiers.....	69
X. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur	72
XI. Annexe 4 : Présentation détaillée du modèle Trival®	74
XI.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	74
XI.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	76

Introduction

Associés en Finance a réalisé en date du 28 mars 2018 une expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre ») initiée par GDF International, filiale du Groupe Engie, sur l'ensemble des actions de la société Electro Power Systems (ci-après « EPS » ou la « Société »).

Un des principaux financements de la Société avait été accordé en 2017 par la Banque Européenne d'Investissement (ci-après « BEI »), sous la forme d'un prêt de 30 M€ dont la première tranche de 10 M€, débloquée en 2017, ne portait pas intérêt mais était assortie de l'émission de bons de souscription d'actions au profit de la BEI. Comme indiqué dans le rapport d'expertise d'Associés en Finance en date du 28 mars 2018, l'acquisition d'une majorité de contrôle du capital d'EPS par GDF International donnait la possibilité à la BEI de demander le remboursement anticipé du prêt consenti.

La BEI ayant exercé cette clause de changement de contrôle, les différentes parties se sont accordées le 9 mai 2018 sur les conditions de la mise en œuvre du remboursement anticipé. Dans le même temps, suite à la renonciation aux Promesses¹ prévenant la transférabilité des BSA de la BEI, les BSA sont devenus éligibles à l'Offre. De ce fait, GDF International va déposer un projet d'Offre modifié, qui inclut les BSA. La BEI a manifesté son intention d'apporter à l'Offre ses BSA.

Les termes de l'offre publique ayant été modifiés par rapport au rapport d'expertise en date du 28 mars 2018 et incluant désormais les BSA, Associés en Finance a inclus en conséquence dans le présent rapport modifié des éléments complémentaires par rapport à son expertise initiale, qui tiennent compte de cette évolution du projet d'Offre. Les éléments détaillés relatifs à cette modification du projet d'Offre sont présentés en section VII (*annexe 1 : addendum au rapport d'expertise au regard de la modification du projet d'Offre*).

Le présent rapport comporte également quelques éléments complémentaires d'analyse présentés dans ce même addendum.

I. Missions et moyens

Contexte

Electro Power Systems S.A (ci-après « **EPS** » ou la « **Société** ») est une société créée en 2005 à Turin comme une émanation de l'institut polytechnique de Turin. EPS opère dans le secteur de l'énergie durable, et est spécialisé dans les solutions de stockage hybride et les micro-réseaux qui permettent de transformer des sources renouvelables intermittentes en une source d'énergie stable. La Société a été introduite à la Bourse de Paris à la fin du mois d'avril 2015, au prix de 7,3 € par action.

La croissance démographique dans les pays émergents, celle des besoins en installations de réseaux électriques, le coût élevé du développement de réseaux traditionnels, la croissance des énergies renouvelables et la difficulté à stabiliser leur distribution, sont autant de facteurs nécessitant le développement de micro-réseaux et de supports aux réseaux existants. A cet égard, EPS bénéficie de perspectives de croissance importantes, à la fois au sein des économies développées, mais également au sein des économies émergentes.

Historiquement, EPS a financé son développement en fonds propres (introduction en bourse, placement privé, et augmentation de capital réservée). Le développement à venir de la Société au

¹ Cf. note 5 de ce document

travers de la mise au point de nouveaux produits a conduit les actionnaires historiques à souhaiter se rapprocher de nouveaux actionnaires.

Dans ce contexte, les principaux actionnaires (ci-après les « **Cédants** ») ont initié à la fin du premier trimestre 2017 un processus d'adossement de la Société. Plusieurs candidats, en provenance du monde industriel ou du secteur de l'énergie, ont déposé des offres d'acquisition. A l'issue de ce processus concurrentiel de recherche d'offres d'acquisition, GDF International, filiale à 100% d'Engie (ci-après « **Engie** » ou « **l'Initiateur** »), figurant parmi les leaders mondiaux du secteur de l'énergie, a déclaré son intention de réaliser l'acquisition de la Société auprès des principaux actionnaires d'EPS. Engie a souhaité faire l'acquisition d'EPS afin de détenir une technologie innovante dans le stockage hybride et les micro-réseaux et se renforcer comme leader de la transition énergétique. Cette opération permettra à EPS de s'appuyer sur le savoir-faire et les ressources d'Engie pour développer et commercialiser ses systèmes innovants dans le cadre de projets de grande ampleur.

Ainsi, le 24 janvier 2018, l'Initiateur, les principaux actionnaires et les dirigeants d'EPS ont annoncé la signature de *Share Purchase Agreements* (ci-après les « **Contrats d'Acquisition de titres** »). Le 7 mars 2018 (ci-après la « **Date de Réalisation** »), les accords ont été exécutés et Engie s'est porté acquéreur par voie de cession de blocs hors marché (ci-après « **le Bloc** » ou « **les Blocs** ») au prix de 9,50 € par action de :

- 2 284 205 actions EPS détenues par 360 Capital One Sicar ;
- 1 102 354 actions détenues par Ersel² ;
- 852 000 actions détenues par Prima Industrie Group ;
- 643 640 actions détenues par les membres du Conseil d'Administration et du Comité Exécutif.

Après acquisition des Blocs et exercice de Stock-Options et Bons de Souscription d'Actions (ci-après « **S-O et BSA** ») par les Cédants, Engie détient 4 882 199 titres, soit 56,09% du capital non dilué et des droits de vote de la Société (et 50,98% du capital et des droits de vote en dilution)³. Par conséquent, Engie dépasse le seuil de 50% du capital et des droits de vote, conduisant au dépôt d'une offre publique obligatoire sur le solde du capital d'EPS.

Les Contrats d'Acquisition de titres et leurs avenants à la Date de Réalisation prévoyaient que les Cédants, détenteurs de S-O et BSA acquis⁴, exercent ou renoncent à leurs droits aux S-O et BSA, et cèdent sur le marché ou apportent leurs titres ainsi exercés, au plus tard à la clôture de l'Offre. Post exercices et cessions de titres jusqu'à la Date de Réalisation, les S-O et BSA acquis des Cédants, non encore exercés, sont au nombre de 198 223.

Le 29 mars 2018, Engie a déposé une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « **l'Offre** »), proposant aux actionnaires minoritaires de la Société s'ils le souhaitent l'acquisition de leurs titres à des conditions identiques à celles proposées aux actionnaires de référence et aux managers dans le cadre de l'achat des Blocs, c'est-à-dire à un prix de 9,50 € par action.

Du fait des modifications présentées en introduction, les 660 513 Bons de souscription d'actions de la Banque Européenne d'Investissement, de prix d'exercice 0,20 €⁵ sont devenus éligibles à l'Offre.

² Ersel comprend : Ersel Investment Club, Ersel Value SIF SICAV et Ersel Investmenti S.p.A.

³ Pourcentages calculés à la Date de Réalisation

⁴ Le terme « S-O et BSA acquis » correspond aux instruments dilutifs dont les droits à exercice sont d'ores et déjà acquis, par opposition avec les S-O et BSA encore en période d'acquisition.

⁵ Le contrat de financement accordé en 2017 par la BEI prévoyait que des BSA soient attribués à la BEI en rémunération de la première tranche du prêt accordé au premier semestre 2017 et qu'ils n'étaient pas transférables. Ils faisaient l'objet de promesses croisées avec la Société.

L'Offre modifiée propose un prix de 9,30 € par BSA, soit un prix équivalent par transparence au prix offert aux détenteurs d'actions ordinaires.

L'Offre modifiée vise donc :

- Toutes les actions déjà émises et non détenues par l'Initiateur, soit 3 821 260⁶ actions ;
- Toutes les actions susceptibles d'être émises en raison de l'exercice de l'ensemble des S-O et BSA acquis, soit 211 880 actions⁷ ;
- Les 660 513 Bons de souscription d'actions de la Banque Européenne d'Investissement, qui a déclaré son intention de les apporter à l'Offre.

L'Offre porte donc sur un nombre maximum de 4 033 140 actions et 660 513 BSA.

A l'issue de l'Offre, Engie ne procédera ni à un retrait obligatoire ni à la radiation des actions EPS de la Bourse de Paris.

Mission d'Associés en Finance

Dans ce contexte, le Conseil d'Administration d'EPS a nommé le 22 janvier 2018 Associés en Finance en tant qu'expert indépendant, afin d'attester de l'équité des termes et conditions de l'Offre.

L'intervention de l'expert indépendant s'inscrit dans le cadre de l'application de l'article 261-1 du Règlement général (ci-après « **le RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** ») qui prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique, lorsque celle-ci est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires. Dans le cas présent, Associés en Finance est nommé au titre de l'application de l'article 261-1 alinéas 1 et 2 du RG. Du fait de l'inclusion des BSA dans le projet d'Offre modifié, l'article 261-1 alinéa 5 du RG s'applique également.

Indépendance

Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la Société au cours des dix-huit derniers mois, susceptible d'affecter son indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées pour les mois à venir, susceptible d'affecter

⁶ Ce nombre tient compte des 191 945 actions détenues directement ou indirectement par le Président du Conseil d'Administration.

⁷ Soit 198 223 S-O et BSA des Cédants et 13 657 S-O et BSA des autres salariés d'EPS

son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de la présente Mission ;

- N'entretiennent pas de relations répétées avec l'établissement présentateur susceptibles d'affecter leur indépendance. Associés en Finance n'a réalisé aucune expertise indépendante dans le cadre d'une offre publique dans laquelle Portzamparc était établissement présentateur depuis dix-huit mois.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette Mission et confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par EPS et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif d'EPS, et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont EPS ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires d'EPS quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à la ratification de sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration d'EPS du 22 janvier 2018, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 22 janvier 2018 au 28 mars 2018. Le rapport d'expertise du 28 mars 2018 a été établi sur la base des conditions de marché au 23 mars 2018. Les travaux complémentaires liés à l'inclusion des BSA de la BEI dans l'Offre initiée par GDF International se sont déroulés entre le 25 avril et le 9 mai 2018.

II. Electro Power Systems : présentation, analyse et stratégie

II.A. Historique de la Société

Electro Power Systems est une société italienne créée en 2005 au sein de l'école Polytechnique de Turin (*Politecnico di Torino*), spécialisée à l'origine dans le stockage électrique de petite capacité basé sur l'utilisation de piles à combustible à destination du marché de la téléphonie mobile. En 2007, EPS a mis au point *Electro*TM, un prototype de système d'alimentation à hydrogène basé sur la technologie des piles à combustible. Ce système permettait de pallier les pannes de courant auprès de la source d'alimentation primaire. EPS a vendu 345 exemplaires de ce système à des opérateurs télécoms jusqu'à 2012. A partir de 2010, la Société a développé *Electroself*TM, système permettant de produire de l'hydrogène *in situ*. Ce système fonctionnait grâce à l'intégration verticale d'un électrolyseur et d'une pile à combustible, pilotés par un logiciel. Il permettait de conserver l'hydrogène aussi longtemps que nécessaire, sans décharge. Ce système était destiné aux applications d'alimentation de secours et de stockage d'énergie et a représenté une phase importante de l'incubation technologique pour EPS. Fin 2014, EPS avait vendu 135 *Electroself*TM dans le monde.

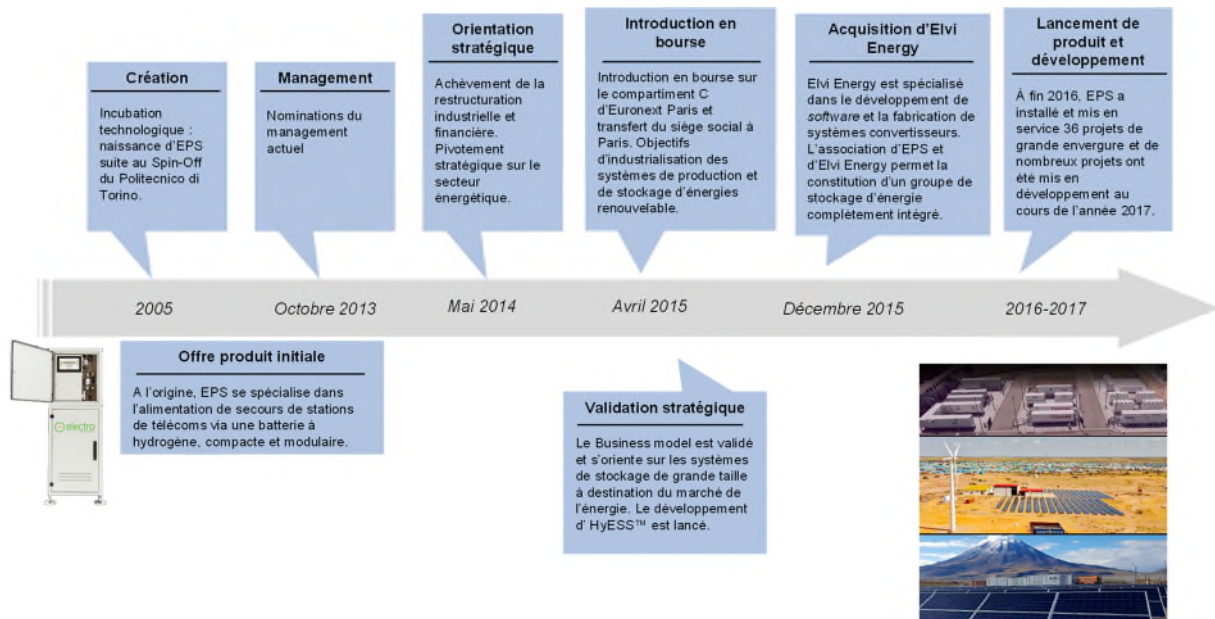
Après une restructuration financière et industrielle en 2014, EPS est sortie de sa phase d'incubation et s'est concentrée sur sa stratégie de développement de solutions de stockage d'énergies hybrides intégrées verticalement. La société a été introduite en bourse sur Euronext Paris en avril 2015. Désormais, l'activité d'EPS est orientée vers la production de systèmes de stockage de grande taille (supérieur à 1MW) à destination du marché de l'énergie.

Depuis 2016, la société commercialise une nouvelle solution, le système HyESSTM (*Hybrid Energy Storage System*) qui permet d'augmenter considérablement la capacité de stockage et d'en améliorer la restitution énergétique. Par ailleurs, en janvier 2016, EPS a finalisé l'acquisition d'Elvi Energy, la division énergie et conception de systèmes d'Elvi Elettrotecnica Vitali et MCM Energy lab, un laboratoire de R&D dans lequel l'école Polytechnique de Milan était investi.

Aujourd'hui, EPS collabore avec de nombreux clients (énergéticiens, Etats, ...) dans le monde. La société propose, d'une part, ses solutions pour les pays développés, avec des unités de stockage d'énergie à l'échelle industrielle, permettant une meilleure stabilité des réseaux électriques. D'autre part, EPS propose des solutions de plus petite envergure pour créer de nouveaux réseaux dans des zones isolées comme des îles ou à destination des économies émergentes en proposant des prix inférieurs aux énergies fossiles.

EPS propose aujourd'hui une des rares solutions permettant de répondre aux enjeux liés à l'intégration d'énergies renouvelables dans des réseaux. Depuis sa création, EPS a déposé un total de 125 brevets dans le monde.

Figure 1
Historique d'EPS depuis sa création en 2005



Sources : Société, informations publiques

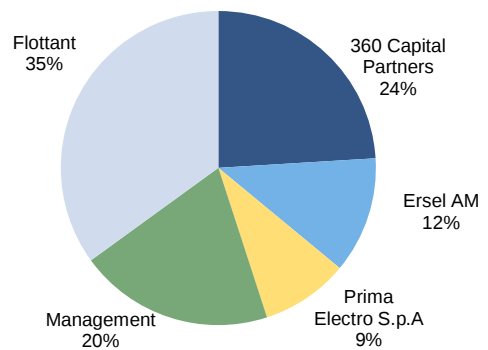
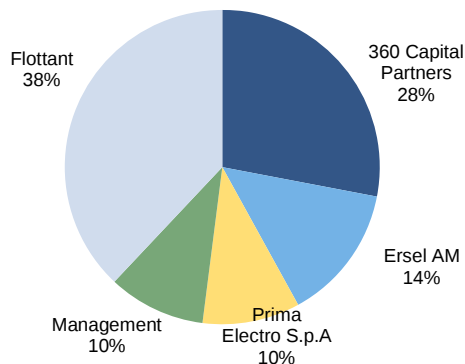
II.B. Actionnariat et organigramme

II.B.1. Actionnariat

Figure 2
Répartition du capital d'EPS au 30 septembre 2017

Répartition du capital non dilué au 30 septembre 2017

Répartition du capital au 30 septembre 2017 en cas d'exercice des instruments dilutifs

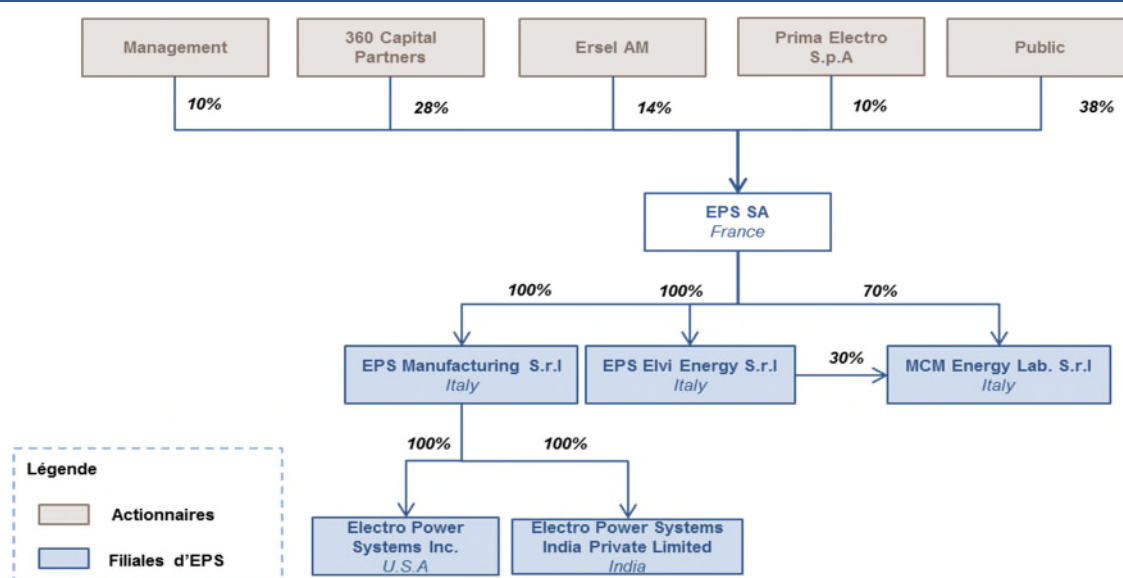


Source : Société

Les trois actionnaires majoritaires d'EPS sont le fonds de capital-investissement 360 Capital One, Ersel Asset Management et Prima Electro S.p.A qui détiennent 14% et 10% du capital non dilué au 30 septembre 2017. La part de l'actionnariat flottant d'EPS représentait 38% du capital à fin septembre 2017. Il existe des bons de souscription au profit des managers qui pourraient leur conférer jusqu'à 20% du capital (cf. Figure 2).

II.B.2. Organigramme

Figure 3
Organigramme d'EPS



Sources : « Document de référence 2016 », EPS

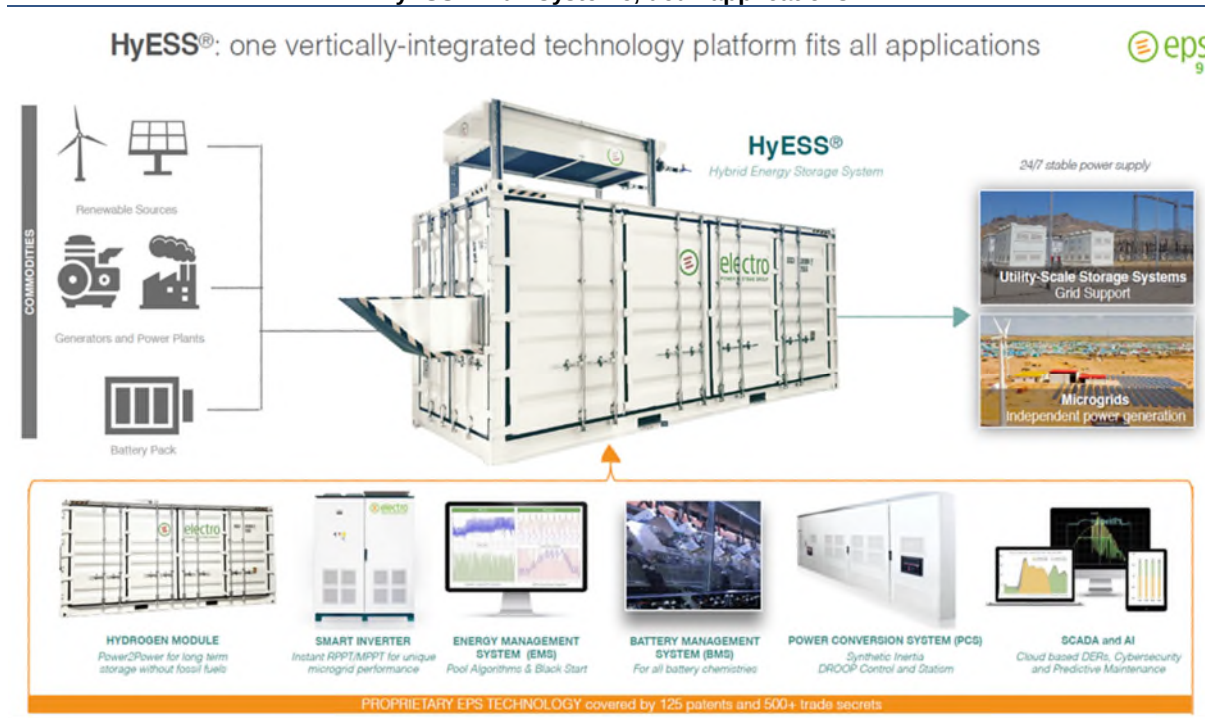
II.C. Les activités d'EPS

Depuis 2016, les activités d'EPS ont évolué, en se focalisant sur la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de stockage de grande capacité (à partir d'1 MW) à destination du marché de l'énergie. Ce stockage repose sur une technologie développée par EPS, le système HyESS™ (*Hybrid Energy Storage System*). Les produits et services proposés par EPS s'adressent à la fois aux utilisateurs finaux et aux acteurs du marché de l'électricité :

- Dans les pays développés, des systèmes de stockage d'énergie (système HyESS™) sont proposés pour stabiliser les réseaux électriques (*Grid Support*) déjà alimentés par des énergies renouvelables. Les unités de stockage sont destinées à une utilisation industrielle, d'une capacité supérieure à 1 MW, et permettent une gestion de l'intégration des gigawatts produits soumis à une instabilité, corrélée à un décalage structurel entre l'offre et la demande. L'intégration des énergies renouvelables passe par la bonne gestion du stockage électrique, qui est aujourd'hui l'un des principaux obstacles au développement des énergies renouvelables dont la production peut être intermittente. Le système développé par EPS a pour vocation de répondre à cette problématique.
- Dans les pays émergents, des solutions pour micro-réseaux sont proposées afin d'alimenter des zones « hors-réseaux » (*Off-Grid*) à un coût inférieur à celui des énergies fossiles. Ces solutions n'ont généralement pas la même capacité que le système de stockage HyESS™ mais reposent sur le même principe de fonctionnement.

II.C.1. Système HyESS™

Figure 4
HyESS™ : un système, deux applications



Sources : Société

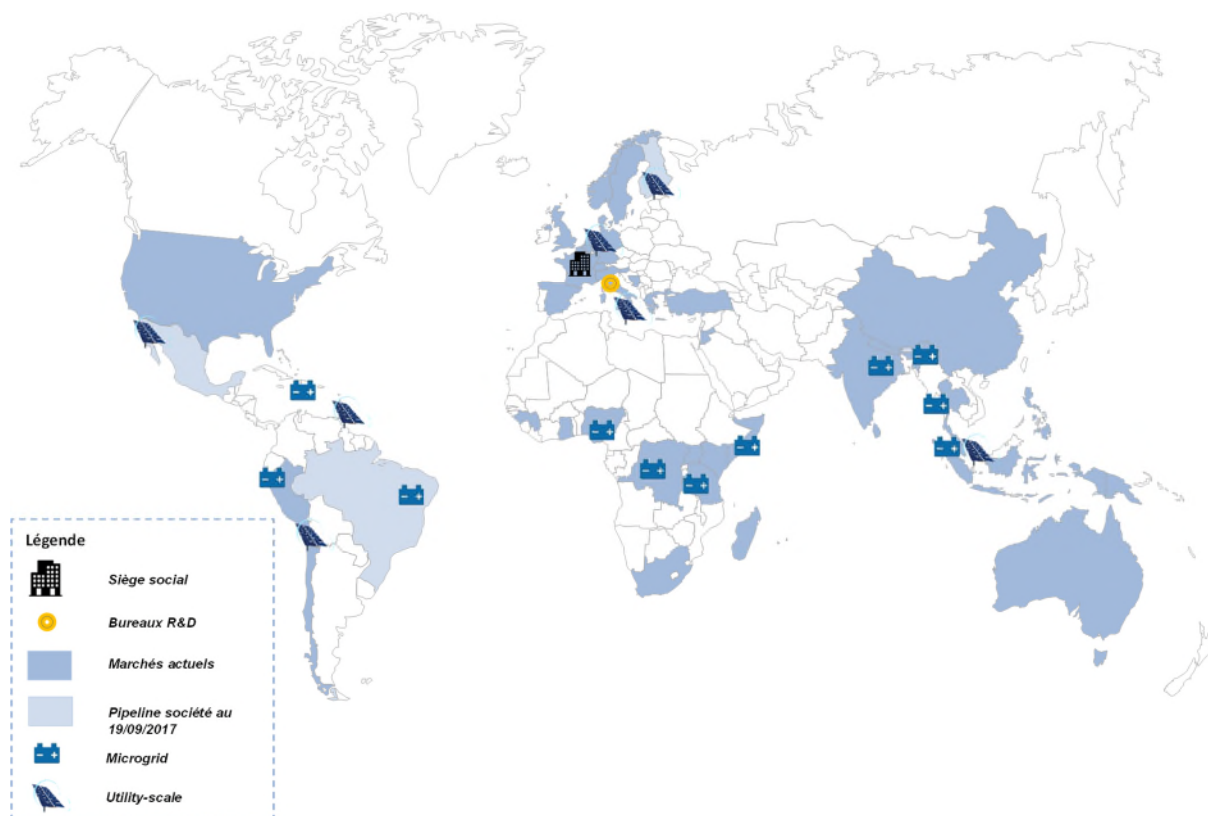
La technologie HyESS™ intègre la technologie hydrogène avec une plateforme de gestion de l'énergie et de la batterie. Il a été conçu autour d'une architecture ouverte, capable de pouvoir être alimenté par tout type d'énergie : éolien, photovoltaïque, générateur diesel, etc. Cette architecture ouverte a été pensée pour plus de flexibilité, mais EPS intervient principalement dans le secteur de l'énergie durable.

II.C.2. Développement d'EPS (déploiement d'HyESS™)

Environnement géographique d'EPS

Le groupe, en pleine expansion, est implanté au niveau mondial. Entre 2015 et 2016, EPS a accru ses effectifs de +53% passant de 57 à 87 personnes. Par ailleurs, si la majeure partie de l'effectif de la société est basé en Italie (68 personnes en 2016), la société compte des salariés dans plusieurs régions du monde comme en Europe, en Amérique (Etats-Unis), en Asie (Singapour) et en Afrique (Afrique du Sud).

Figure 5
Présence mondiale d'EPS

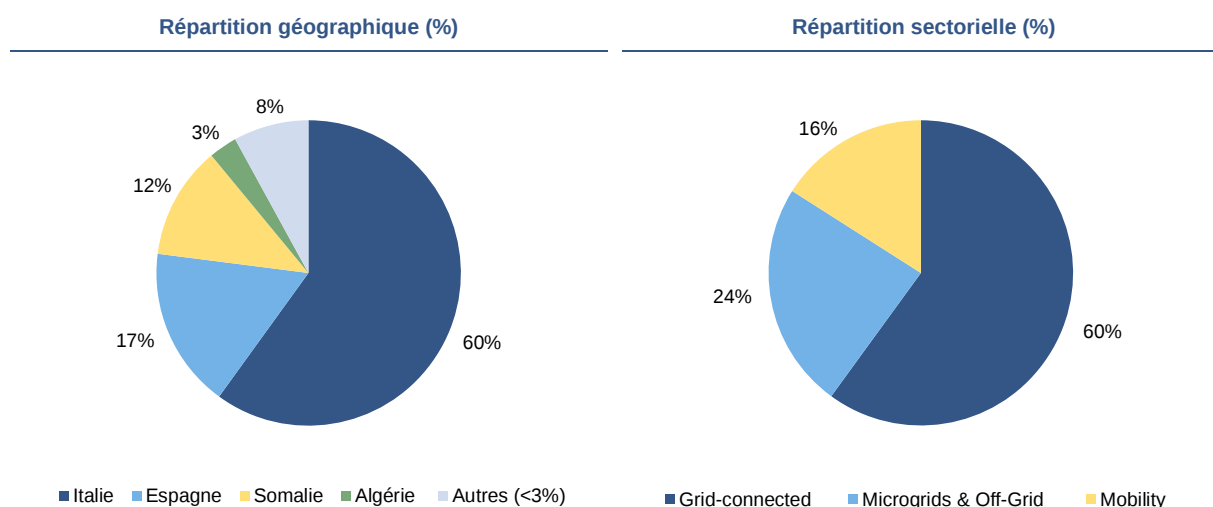


Sources : Société, Associés en Finance

Toutefois, EPS intervenait en 2016 sur deux zones géographiques principales : 68,5% de son chiffre d'affaires est réalisé en Europe et 17,9% en Afrique.

À fin 2016, EPS a installé et mis en service 36 projets de grande envergure et a réalisé avec succès les phases de test des solutions de support au réseau avec Terna et l'Autorité italienne de régulation de l'électricité, du gaz et de l'eau. Ces déploiements confirment la capacité d'EPS à proposer des systèmes de stockage adaptés aux besoins des zones géographiques concernées. Par ailleurs, pour une grande partie des contrats passés, il s'agit de contrats EPC (ingénierie, approvisionnement et construction), livrés clé en main, démontrant ainsi la capacité d'EPS à être présent sur l'ensemble de la chaîne de production.

Figure 6
Répartition du chiffre d'affaires d'EPS au 30 septembre 2017

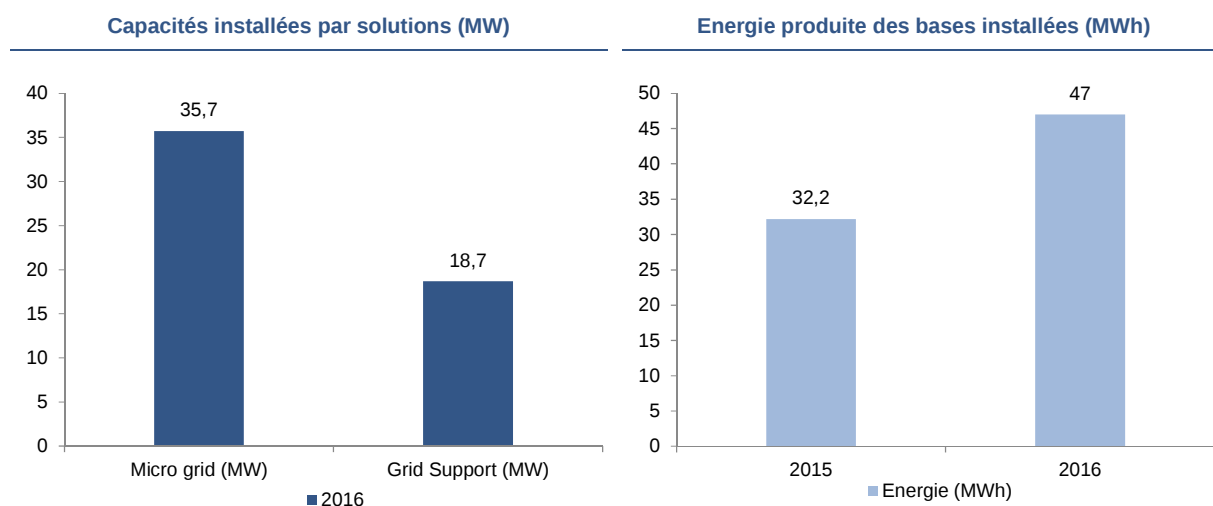


Source : Société

Répartition et capacités des installations d'EPS

La Figure 7 illustre la répartition par application (*Micro-grid* et *Grid support*) des systèmes installés par la Société au 31 décembre 2016. La puissance pour le *Micro-grid* correspond à la puissance totale du micro-réseau installé par EPS (cela inclut la puissance du système HyESS™, des énergies renouvelables et de tout générateur composant le réseau). Par ailleurs, la partie droite de la Figure 7 montre que l'acquisition d'Elvi Energy achevée au début de l'année 2016 a nettement renforcé la capacité énergétique de la Société.

Figure 7
Evolution des bases installées d'EPS au 31 décembre 2016



Source : Société

Modèle commercial d'EPS

EPS commercialise ses produits et solutions à travers deux canaux :

- **Le canal direct** : c'est la stratégie principalement utilisée en Europe, où la Société gère les clients en totale autonomie. A ce titre, pour une nécessaire proximité, EPS a déployé la majorité de ses effectifs auprès des clients italiens ou des branches italiennes de clients internationaux (Enel, Terna, Toshiba, ...) ;
- **Les partenariats** : dans d'autres zones géographiques, en l'absence d'une équipe de développement local, la Société travaille avec des partenaires commerciaux afin de bénéficier des relations déjà établies, et d'obtenir un soutien opérationnel dans la mise en œuvre des projets. Les clients (exploitants de réseaux, services publics, fournisseurs d'infrastructures, ...) sont par ailleurs souvent soumis à de longues procédures avant d'adopter une technologie, ce qui rend le choix du partenaire local décisif.

Aussi, selon la solution proposée (*Micro Grid* ou *Grid Support*) il existe des différences dans le mode de gestion des projets. Sur le segment du *Grid Support* (solutions de support aux réseaux), EPS participe aux appels d'offres lancés par les services publics et les opérateurs de réseaux en tant que fournisseur de systèmes. En revanche, dans le segment du *Micro Grid* (Solutions de production d'énergie hors-réseaux), la gestion est plus complexe. Tout projet concerne et regroupe plusieurs acteurs, à savoir : le fabricant de matériel (électronique de puissance notamment), les développeurs de logiciels, de projets, l'EPC, les intégrateurs, les investisseurs, les acteurs de la maintenance, et le propriétaire du projet. Dans ce type de projets, EPS intervient en tant qu'acteur multiple : fournisseur de matériel, de logiciel, installateur et également en tant qu'EPC.

A ce titre, EPS est responsable de sa technologie, mais également de toutes celles rattachées à son système (sources d'énergie renouvelable, générateurs, batteries, ...). Cependant, compte tenu du stade de développement de la Société, EPS laisse majoritairement le client final du projet gérer l'approvisionnement des composants du micro-réseau tels que les panneaux solaires, les batteries, etc.

Ces différences dans le développement des projets ont pour conséquences des coûts et des prix de vente différents. Concernant les solutions de support, le tarif d'un équilibrage du système peut être représenté comme la moyenne des coûts des différentes installations. Dans les micro-réseaux, la tarification sera calculée en termes de coût de l'énergie produite par le réseau en MWh, et est donc dépendante de la puissance du système installé.

L'activité d'EPS est de plus en plus centrée sur le Développement de Projets, constituant une approche opérationnelle différente. Elle implique d'obtenir des terrains et des droits fonciers pour le développement de l'énergie solaire, la négociation d'accords d'achat d'électricité, la gestion des processus de transmission et d'interconnexion (systèmes et réseaux) et l'obtention de permis (environnementaux notamment) requis pour l'utilisation des terrains. Le Développement de Projets peut inclure la participation à des projets développés par des partenaires avec des conceptions de systèmes qui incorporent la technologie d'EPS.

Exemples de projets

Au cours de l'année 2017, de nombreux projets ont été développés par EPS. Parmi ceux-ci, figurent notamment la mise en service en juillet 2017 d'une installation *Micro Grid* (cf. Figure 8) de 5,9 MW en Somalie. Le système est composé d'une solution solaire éolienne et d'une solution de stockage. En septembre 2017, EPS a annoncé son chantier le plus important : le contrat EPC remporté auprès d'Endesa pour sa centrale d'Almeria. Il s'agit du plus important système de stockage électrique européen et l'un des vingt plus importants du monde, pourvu d'une capacité de 20 MW. Le système d'EPS permettra de rendre la centrale plus flexible et de gérer l'augmentation du recours aux énergies renouvelables dans cette région d'Espagne. Ce projet devrait voir le jour d'ici juin 2018. En octobre 2017, une installation *Micro Grid* de 12 MW a été déployée en Australie. Cette usine hybride permettra de couvrir jusqu'à 70% des besoins énergétiques d'une zone de 1 600 habitants, pendant une période de 20 ans.

Figure 8
Projets réalisés par EPS

Chili : Microgrid 1MWh – Désert Atacama



Somalie : Off-grid microgrid 5.9 MW



Sources : Société

II.D. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

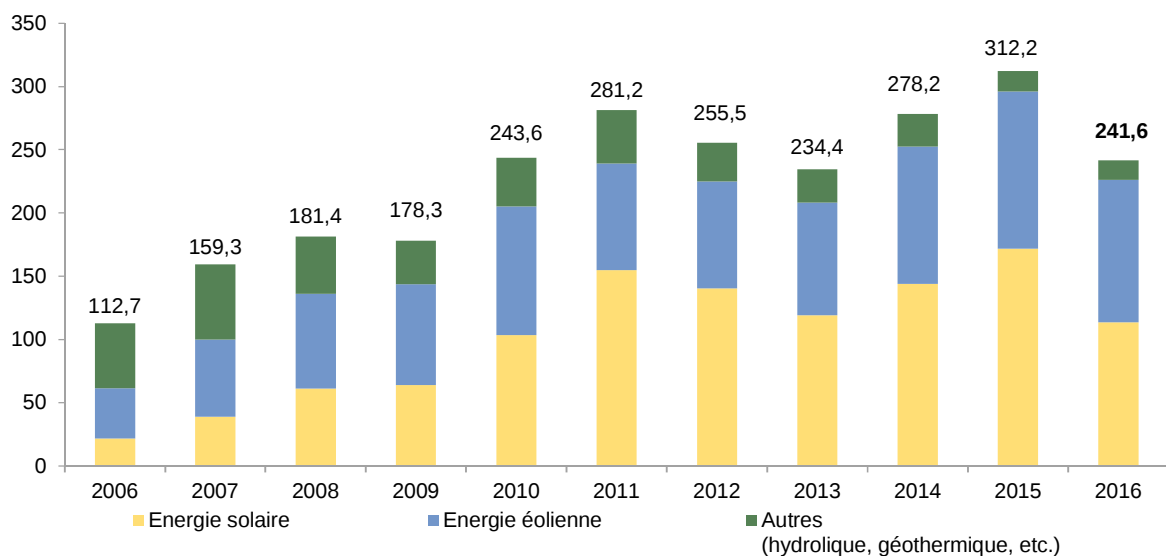
II.D.1. Le marché du stockage d'énergie

Le marché du stockage de l'énergie constitue un enjeu majeur pour les années à venir, afin de permettre la réduction de la dépendance aux énergies fossiles et de réussir la transition énergétique. L'intégration de la production énergétique issue des énergies renouvelables génère une difficulté de gestion supplémentaire liée au décalage structurel entre l'offre et la demande. Le développement du stockage énergétique à grande échelle constitue une solution permettant l'intégration des énergies renouvelables dans la production énergétique globale.

L'utilité d'un système de stockage d'énergie résulte de sa capacité à convertir l'électricité sous un format stockable et redistribuable pour une utilisation ultérieure et sur demande. A cet égard, ces systèmes permettent aux producteurs d'utiliser l'énergie excédentaire produite en période de faible demande. Un tel système est particulièrement adapté aux énergies renouvelables en raison de leur caractère intermittent et dépendant des conditions météorologiques. Actuellement, en cas d'excès d'offre, l'énergie supplémentaire ne peut pas être transférée au réseau. A l'inverse, en cas de forte demande, que les sources énergétiques renouvelables ne combleront pas, les opérateurs de réseaux se tournent vers d'autres sources énergétiques, au coût marginal plus élevé. Par ailleurs, les systèmes avancés de stockage d'énergie permettent d'approvisionner les zones « hors réseau » et peuvent également être utilisés en soutien des réseaux électriques existants, afin d'accroître leur capacité instantanée.

Les tendances de croissance de la production d'énergies renouvelables sont en hausse en 2016. Le rapport annuel du réseau international REN21 publié en juin 2017 indique que l'année 2016 a établi un record de croissance (en termes de capacités), avec l'installation de 161 GW de nouvelles capacités de production, pour un montant de 241,6 Md\$. Le maintien d'un tel niveau d'investissement est possible grâce à la baisse continue des coûts de production du mégawatt/heure. Ceci est notamment vrai pour l'éolien *onshore* et *offshore* ainsi que pour les énergies solaires photovoltaïques. A titre indicatif, ces dernières affichent une réduction du coût d'installation de -65% entre 2010 et 2016. La baisse des montants investis entre 2015 et 2016 est expliquée par la baisse des coûts d'installation (cf. Figure 9).

Figure 9
Dépenses d'investissement dans le secteur des énergies renouvelables (Mds\$)



Sources : Réseau international REN21

L'année 2016 aura été marquée par l'accélération de la chute des coûts de production, avec des prix de revient en baisse de -10% par rapport à 2015 dans le photovoltaïque et l'éolien, et par les premières implantations de technologies différentes sur les mêmes sites, dans un souci d'optimisation spatiale et budgétaire.

Les perspectives du marché

Le rapport 2017 de *Bloomberg New Energy Finance* (ci-après « BNEF ») donne les prévisions d'investissements suivantes dans les énergies renouvelables :

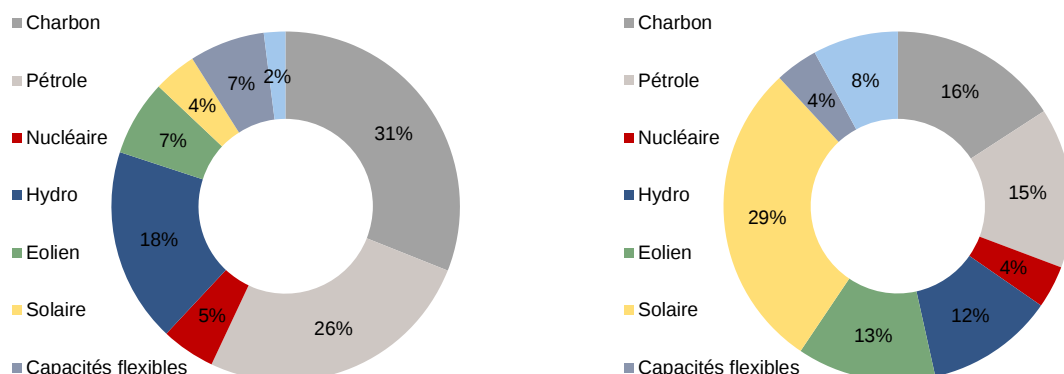
- La demande mondiale en électricité devrait croître de +58% d'ici 2040, soit +2% par an ;
- 10 200 Md\$ devraient être investis dans des nouvelles capacités de production d'ici 2040. Sur ce total, 72% correspondent aux investissements dans les énergies renouvelables, soit 7 400 Md\$;
- L'énergie éolienne et l'énergie solaire représenteront 48% des capacités installées et 34% de la production d'électricité d'ici 2040. A titre de comparaison, elles ne représentent aujourd'hui que 12% des capacités installées et 5% de la production d'électricité ;
- Le coût actualisé de l'électricité nouvelle issue de l'énergie photovoltaïque devrait diminuer de - 66% d'ici 2040.

Le marché devrait donc continuer de se caractériser par une diminution des coûts de production de l'exploitation des énergies renouvelables et une augmentation des besoins. Le rapport met également en exergue le fait que ces modifications s'accompagnent de défis quant au stockage énergétique et à la capacité de mise en place de réseaux efficaces d'ici 2040. Ainsi, le stockage électrique constitue l'une des premières réponses à l'augmentation de la production électrique et à l'exploitation des énergies renouvelables.

Figure 10
Evolution du mix énergétique à horizon 2040

Mix énergétique en 2015 – 6 418 GW

Mix énergétique en 2040 – 13 460 GW



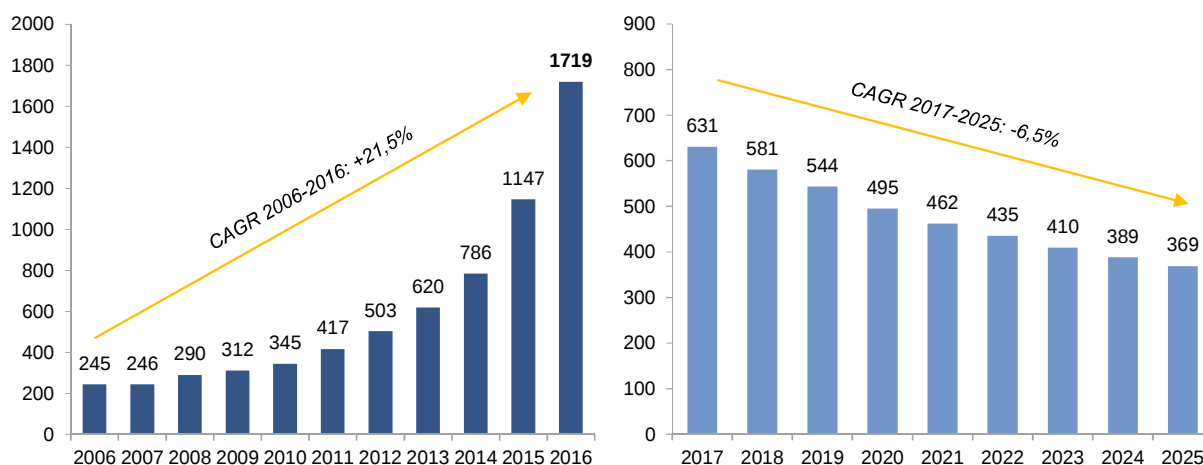
Sources : BNEF

L'étude de l'agence IRENA (*International Renewable Energy Agency*) effectuée en 2017 indique pour sa part qu'entre 2015 et 2016, les capacités de stockage à base de batteries à l'échelle du réseau ont augmenté d'environ +50% (cf. Figure 11). Les deux études prévoient également une réduction de coûts (\$/kWh) dans les années à venir, impliquant une diminution croissante du prix du kWh en dollars (cf. Figure 11).

Figure 11
Capacités de stockage et perspectives du prix du KWh (\$)

Capacités de stockage à base de batteries (en MW)

Evolution du prix en \$/KWh



Sources : BNEF, International Renewable Energy Agency
NB : CAGR (constant annual growth rate)

II.D.2. L'environnement concurrentiel

Le caractère irrégulier et instable des énergies renouvelables les rend dépendantes du stockage. Ainsi, à mesure que leur exploitation augmente, leur stockage devient un enjeu majeur. Cette tendance est nouvelle et caractéristique d'un marché en pleine mutation. Le stockage énergétique à travers des systèmes intégrés est récent et comporte à ce titre peu d'acteurs.

Les acteurs du marché

Parmi les sociétés cotées, EPS est le seul *pure player* proposant des systèmes de stockage intégrés à grande échelle. Initialement, le paysage concurrentiel d'EPS était principalement représenté par des fournisseurs de technologies de stockage diverses. Désormais, à la suite du développement de son système intégré, EPS intervient en tant que fournisseur de systèmes, de solutions de supports et de solutions de production « *off-grid* ». La Société est par conséquent intégrée verticalement tout au long de la chaîne de valeur. A ce titre, EPS fait face à un spectre de concurrence beaucoup plus large (cf. Figure 12) sur les différents segments de la chaîne, mais son positionnement en tant qu'acteur complet constitue un facteur différenciant.

Certains acteurs industriels d'envergure mondiale (ABB, Bosch, ect.) sont présents sur plusieurs segments (gestion de l'énergie, intégration, développement, ...) mais rarement sur tous. Parmi ces sociétés, Tesla propose notamment des installations de stockage industriel (*Powerpack*) dans plusieurs îles et sites commerciaux aux Etats-Unis.

Figure 12
Environnement concurrentiel d'EPS (non exhaustif)

1 Fournisseurs de Systèmes			2 EPC	3 Développeurs et Intégrateurs	
Systèmes de conversion de puissance	Systèmes de gestion de l'énergie	Systèmes de montage	Installations et connections réseaux	Intégrateurs	Développeurs
■ ABB ■ Bosch ■ Nidec ■ Siemens ■ Schneider	■ ABB ■ Bosch ■ Greensmith ■ Younicos ■ S&C	■ ABB ■ Sea Box ■ GruppoZecca ■ Globox ■ PCX	■ Terna ■ Skanska ■ Tractebel ■ Greensmith ■ Mortenson	■ ABB ■ Bosch ■ Tesla ■ Younicos ■ NEC	■ Tesla ■ AES ■ GE ■ Toshiba ■ NGK

EPS

Source : Société, Associés en Finance

On peut citer également McPhy Energy, société française cotée proposant des solutions de stockage d'hydrogène sous forme solide. Ses produits permettent de transformer l'électricité renouvelable en hydrogène, afin de stocker les excédents de production sous forme d'hydrogène, pour les mettre ultérieurement au service des réseaux. McPhy propose également des bornes de recharge à hydrogène, des solutions de production d'hydrogène à destination d'applications industrielles et des solutions intégrées plus globales pour les territoires.

Si le marché du stockage est relativement récent, le marché de la batterie regroupe quant à lui de nombreux acteurs, principalement asiatiques (BYD, Toshiba, ...) spécialisés dans la production de batteries destinées à des applications multiples, allant des véhicules électriques au stockage d'énergie solaire. En dépit de différences certaines entre ces systèmes et celui proposé par EPS, ils témoignent tous de la même tendance, évoquée plus haut, à savoir un besoin croissant de stockage.

Au sein des *pure players* non cotés, la société Fluence apparaît comme une des seules sociétés proche du modèle économique d'EPS. La société a été créée en juillet 2017 et est détenue conjointement par AES et Siemens. Elle opère dans le secteur de l'intégration du stockage énergétique et s'est déjà vu attribuer 56 projets dans 15 pays pour un total de 485 MW de stockage. Cependant, Fluence opère principalement sur l'axe industriel, avec des systèmes de stockage personnalisés pour des projets spécifiques.

II.E. Analyse financière d'EPS

II.E.1. Compte de résultat

Tableau 1
Compte de résultat d'EPS sur la période 2014-2017⁸

Nombre d'actions (en millions)	0,2	7,9	7,9	7,9	8,4	8,4
Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017	2017
Chiffre d'affaires	0,8	0,4	7,1	2,6	3,9	9,9
<i>Croissance</i>		(49,9%)	NS		48,4%	39,7%
Autres produits d'exploitation	0,8	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1
Coût des ventes	(0,4)	(0,1)	(4,1)	(1,5)	(2,4)	(6,0)
Marge brute	1,2	0,5	3,2	1,1	1,5	4,0
Coûts externes	(2,7)	(3,7)	(7,2)	(3,1)	(3,1)	(5,7)
EBITDA	(1,5)	(3,2)	(4,0)	(2,0)	(1,6)	(1,7)
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	NS	NS	(56,1%)	(77,2%)	(40,8%)	(17,6%)
Dotations nettes Amortissements	(0,1)	(0,1)	(1,2)	(0,5)	(0,6)	(1,3)
EBIT	(1,5)	(3,2)	(5,2)	(2,5)	(2,2)	(3,0)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	NS	NS	(73,3%)	(95,9%)	(56,7%)	(30,5%)
Résultat financier	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,7)
Résultat avant impôt	(1,5)	(3,2)	(5,2)	(2,5)	(2,3)	(3,8)
Résultat exceptionnel avant impôt	1,3	(7,4)	(3,3)	(2,1)	(1,1)	(6,1)
Impôts totaux	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,1)	0,0	0,8
Résultat après impôt	(0,3)	(10,6)	(8,6)	(4,7)	(3,4)	(9,0)
Résultat net comptable part du groupe	(0,3)	(10,6)	(8,6)	(4,7)	(3,4)	(9,0)
<i>Marge nette part du groupe (%)</i>	NS	NS	(120,7%)	(179,3%)	(87,4%)	(91,0%)

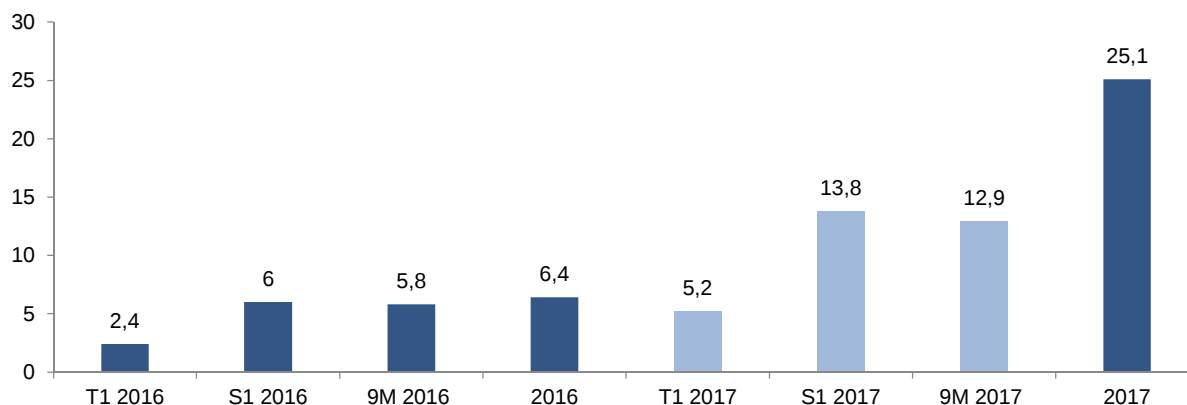
Sources : EPS, Associés en Finance

Carnet de commandes

Le carnet de commande d'EPS est passé de 2,4 M€ début 2016 à 25,1 M€ au 31 décembre 2017. Cette croissance résulte principalement de l'acquisition d'Elvi Energy au cours de l'exercice 2015, et de la poursuite du développement de la distribution du système HyESS™, notamment dans le cadre du projet avec Endesa annoncé en septembre 2017 pour la fourniture d'un système de stockage de 20 MW, sur une durée de 8 ans. Sa mise en service devrait avoir lieu au cours du deuxième trimestre 2018 et il constituera le plus important système de stockage en Espagne.

⁸ Les pertes de valeur et autres provisions, produits et charges non-récurrents et les coûts relatifs aux plans de stock-options et BSA ont été classés en éléments exceptionnels.

Figure 13
Evolution du carnet de commandes⁹ d'EPS 2016-2017 (M€)



Sources : EPS

Chiffre d'affaires

Partant d'un niveau initial modeste, le chiffre d'affaires d'EPS a été multiplié par treize entre les exercices 2014 et 2017. La croissance a été principalement générée au cours de l'année 2016, tirée par le développement de projets en Afrique, Asie-Pacifique et Amérique Latine notamment. 36 projets ont été installés au cours de cet exercice, micro-réseaux et supports confondus, pour un total de 38,5 MW. Dans le segment hors-réseaux, EPS a notamment installé trois projets d'envergure : un micro-réseau de 12 MW pour un site d'exploitation minier en Australie, 10,4 MW pour des complexes touristiques aux Maldives et des micro-réseaux de 8,3 MW pour deux villes en Somalie.

La tendance de croissance observée en 2016 s'est poursuivie au cours du premier semestre 2017, période durant laquelle les ventes ont progressé de +48,4%. La Société a notamment annoncé la mise en service d'un système de stockage hybride en partenariat avec Toshiba pour le compte d'Hydro Tasmania, et la mise en place d'un micro-réseau avec système de stockage pour ENAS, en Sardaigne.

Enfin, sur les derniers mois de l'exercice 2017, la croissance s'est à nouveau accélérée, le chiffre d'affaires a atteint 9,9 M€ au 31 décembre 2017 en hausse de +39,7% sur l'année, grâce notamment à la signature du contrat avec Endesa.

EBITDA

L'Ebitda d'EPS est négatif depuis 2014 même si une amélioration peut être notée sur l'exercice 2017. Cet élément illustre la composante « start-up » d'EPS. Son chiffre d'affaires est certes en forte croissance, mais il est insuffisant pour absorber la base de coûts du groupe qui doit engager des dépenses importantes pour exécuter son carnet de commandes. Le niveau de ces coûts, en forte hausse en 2016, est notamment lié à l'acquisition d'Elvi Energy au cours de l'exercice 2015 ainsi qu'à la mise en place de TPA (Accords de Partenariats Technologiques¹⁰) impliquant d'importants coûts

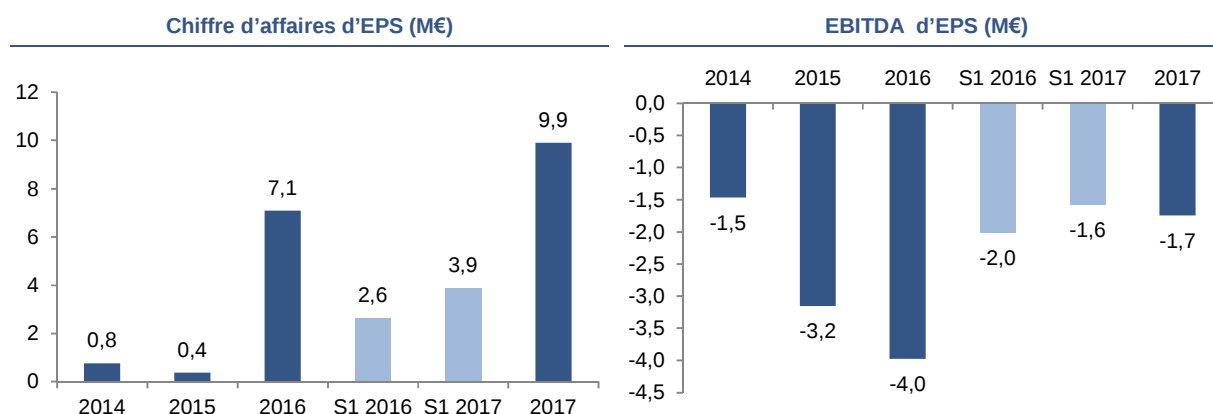
⁹ Le carnet de commandes, se compose des revenus et des autres revenus estimés correspondant aux bons de commande reçus, aux contrats signés et aux projets remportés à la date de communication de l'indicateur. Le carnet de commandes publié lors de l'annonce des résultats semestriels 2017 inclut de ce fait le contrat passé avec Endesa.

¹⁰ En cas d'absence d'équipe de développement locale, EPS a recours dans certaines zones géographiques à des partenariats avec des acteurs locaux.

de construction mais inhérents au développement de l'activité d'EPS. Par ailleurs, la Société a fortement investi depuis 2016 en ressources humaines, ce qui a également eu pour effet d'impacter négativement l'Ebitda. En revanche, EPS est parvenue sur l'exercice 2017 à réduire de manière significative un certain nombre de postes de coûts (services administratifs, audit, conseils), ce qui a contribué au redressement du niveau d'Ebitda.

L'évolution des dotations aux amortissements reflète le poids des investissements qu'EPS a dû réaliser et va continuer à réaliser pour assurer le développement de son chiffre d'affaires. Les dotations ont représenté en moyenne 15,0% du chiffre d'affaires entre 2014 et 2017.

Figure 14
Evolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA d'EPS sur la période 2014-2017



Sources : EPS, Associés en Finance

Frais financiers et Eléments exceptionnels

EPS s'étant principalement financé en fonds propres depuis sa création, les frais financiers sont restés très faibles jusqu'à maintenant. La hausse de ces derniers sur l'exercice 2017 est principalement liée à la mise en place du financement par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) mais aussi aux autres lignes de crédit.

Au cours de l'exercice 2015, deux événements ont marqué profondément le développement d'EPS, à savoir : son introduction en bourse au mois d'avril et l'acquisition d'Elvi Energy à fin décembre (et MCM au début de l'exercice 2016). Ces opérations ont engendré des frais particulièrement élevés (2,9 M€¹¹ en 2015) impactant fortement le résultat de la Société, tout comme la prise en compte des coûts des plans de stock-options et de bons de souscription d'actions (4,6 M€ en 2015).

Les frais exceptionnels sont toutefois restés élevés en 2016 et 2017, respectivement -3,3 M€ et -9,0 M€, incluant notamment le coût des plans de stock-options et de bons de souscription d'actions. Les comptes 2017 incluent de plus la réévaluation de la dette liée aux BSA de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), selon les normes IFRS 2 (cf. ci-après les notes sur les postes du bilan). Cette réévaluation a un impact négatif de -3,086 M€ sur le compte de résultat en 2017.

EPS calcule un résultat net ajusté, principalement en retraitant les frais exceptionnels, le coût des plans de stock-options et de bons de souscription d'actions, et en retraitant, en 2017, cette réévaluation des BSA de la BEI. Ce résultat net ajusté est passé de -4,93 M€ à -2,9 M€.

¹¹ Dont 1,6 M€ de coûts liés à l'introduction en bourse et 546 k€ de frais juridiques et comptables.

II.E.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie

Tableau 2
Bilan d'EPS sur la période 2014-2017¹²

Bilan (M€)	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017	2017
Immobilisations incorporelles	0,1	0,8	4,8	4,5	4,7	6,3
Immobilisations corporelles	0,1	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Stocks	0,7	0,9	1,1	1,6	1,2	1,0
Créances d'exploitation	1,8	4,8	6,4	4,1	7,2	11,1
Actif d'exploitation	2,7	7,3	13,1	11,0	13,9	19,1
Immobilisations financières		0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Trésorerie	0,7	8,6	5,5	2,8	11,4	4,2
Actif total	3,4	15,9	18,7	13,9	25,5	23,4
% act immo / actif exploitation	8,1%	21,6%	42,6%	48,7%	39,5%	36,7%
Fonds propres hors IFRS 2	0,5	12,4	5,5	9,0	2,4	1,4
Autres fonds propres : impact réévaluation dettes liées aux BSA BEI (IFRS 2)						(3,1)
Provisions	0,1		0,2	0,2	0,2	0,1
Dettes financières nettes	(0,4)	(8,2)	1,7	(2,1)	6,6	13,0
Dettes financières brutes	0,3	0,4	7,2	0,7	18,0	17,2
Autres passifs financiers : réévaluation dettes liées aux BSA BEI (IFRS 2)						3,1
Dettes d'exploitation	2,5	3,1	5,8	4,0	4,9	4,6
Passif total	3,4	15,9	18,7	13,9	25,5	23,4

Sources : EPS, Associés en Finance

Structure Financière et Structure de bilan

L'actif immobilisé de la Société est essentiellement composé d'immobilisations incorporelles qui correspondent quasi exclusivement aux brevets déposés par EPS et aux actifs d'Elvi Energy. Les immobilisations incorporelles représentent 88,3% de l'actif immobilisé à fin 2017 et leur hausse sur la période 2014-2017 est la principale composante de la hausse de l'actif immobilisé.

Du fait de son type d'activité et de sa nature de *start-up*, la Société s'est dans un premier temps financée quasi-exclusivement par apports de fonds propres. Depuis 2014, la Société a réalisé trois augmentations de capital. Une première lors de son introduction en bourse au mois d'avril 2015 (au prix de 7,3 € par action pour un montant total de 14,2 M€), une deuxième fin 2015 par placement privé (au prix de 6,8 € pour un montant total de 4,8 M€) et une dernière, réservée, au mois d'août 2017, au prix de 7,15 € par action pour 1,4 M€.

Cependant, à partir du second semestre 2016, EPS a obtenu des financements bancaires, notamment une ligne de crédit à moyen/long terme de Mediocredito Centrale pour 3,5 M€.

Par ailleurs, le 30 avril 2017, EPS a conclu avec la Banque Européenne d'Investissement (BEI) un financement *equity-linked* garanti par le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques sur 5 ans pour un montant maximum de 30 M€. Le prêt comporte trois tranches de 10 M€ et la première tranche de prêt (10 M€) a été tirée à la fin du mois de juin 2017. Cette première tranche ne porte pas intérêt, et des Bons de Souscription d'Actions (BSA) ont été attribués à la BEI¹³ en contrepartie du

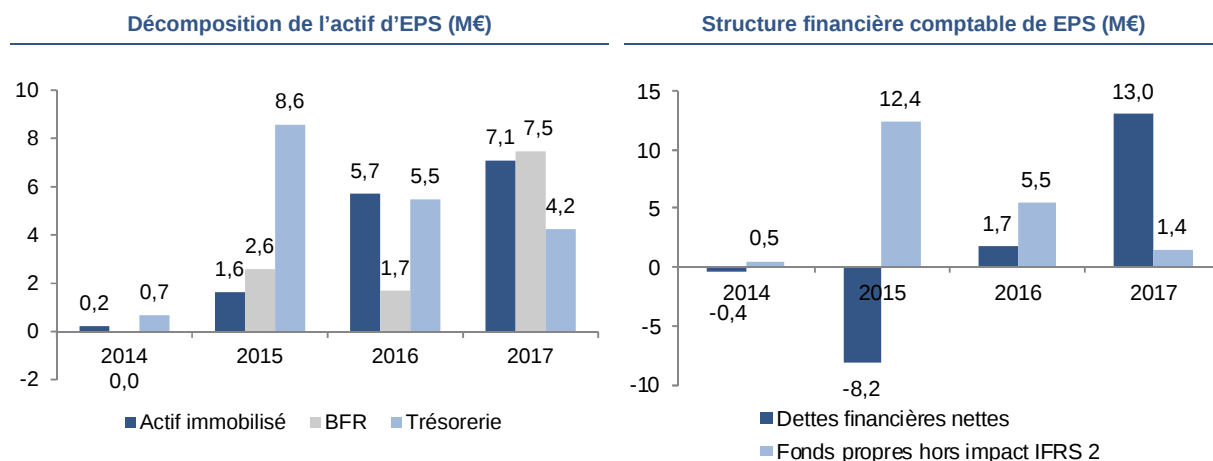
¹² Les avantages du personnel ont été reclassés en dettes financières

¹³ Dans le cas d'un changement de contrôle, la BEI peut procéder à l'annulation des tranches de prêts non allouées et demander un remboursement anticipé du prêt avec des intérêts cumulés et tout autre montant accordé dans le contrat passé avec la Société. Si cette clause de changement de contrôle devait être exercée par la BEI dans le cadre de l'acquisition par Engie, Engie envisage la possibilité de voter en faveur d'une émission de titres financiers de la Société pour faire face aux

prêt. Ces BSA sont exerçables dès le 1^{er} juillet 2017 mais ne sont pas transférables par la BEI pendant la durée du financement. Il est prévu un contrat croisé d'options d'achat et de vente pour ces BSA auprès d'EPS Elvi Energy S.r.l¹⁴.

La hausse de la trésorerie au 30 juin 2017 reflète le soutien financier apporté par la BEI (11,4 M€ contre 5,5 M€ au 31 décembre 2016), mais elle a pour contrepartie la hausse des dettes (17,2 M€ de dettes financières à fin 2017 contre 7,2 M€ à fin 2016). Entre le 30 juin et le 31 décembre 2017, cette position de trésorerie s'est en revanche considérablement réduite à 4,2 M€ sous l'effet de l'accroissement du besoin en fonds de roulement.

Figure 15
Composition du Bilan d'EPS



Sources : EPS, Associés en Finance

besoins de financement de celle-ci. En tout état de cause, EPS a envoyé à la BEI le 9 mars 2018 une lettre de demande de dérogation à cette clause.

¹⁴ L'existence de ces BSA et des options de vente croisées implique un traitement comptable spécifique au titre de la norme IFRS 2, en isolant notamment la quote-part liée à la valorisation des BSA. Celle-ci s'étant appréciée depuis la date d'octroi du financement, le bilan à fin 2017 fait ressortir une ligne spécifique de revalorisation des BSA de 3,086 M€, tant au niveau des autres fonds propres (négatifs de ce montant) que des autres passifs financiers. Cette revalorisation des BSA impacte également le compte de résultats 2017, comme mentionné précédemment.

Besoin en fonds de roulement

Le niveau de besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») a fortement augmenté depuis 2014 sous le poids de la hausse continue du chiffre d'affaires. Il s'établit à 75,5% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2017.

Tableau 3
Tableau de flux de trésorerie de EPS sur la période 2014-2017

Flux de trésorerie (M€)	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017	2017
Capacité d'autofinancement	(1,6)	(6,1)	(5,5)	(2,9)	(2,5)	(3,8)
Variation du BFR	(1,0)	(3,2)	1,1	1,4	(1,9)	(5,8)
Flux générés par l'activité	(2,6)	(9,3)	(4,4)	(1,5)	(4,4)	(9,6)
Variation des immobilisations nettes	(0,0)	(1,4)	(2,5)	(1,6)	(0,6)	(2,7)
Acquisition et cession de filiales			(2,7)	(2,7)	0,0	-
Flux liés aux opérations d'investissement	(0,0)	(1,4)	(5,2)	(4,3)	(0,6)	(2,7)
Solde Disponible	(2,6)	(10,8)	(9,6)	(5,8)	(5,0)	(12,3)
En % CA	NS	NS	(136%)	(221%)	(128%)	(124%)
Encaissement net d'emprunts	(0,2)		6,5	0,0	10,8	9,5
Subventions d'investissement reçues		0,8	0,0			
Flux liés aux opérations de financement	(0,2)	0,8	6,5	0,0	10,8	9,5
Variation de fonds propres	3,2	17,9	0,0	(0,0)	0,0	1,5
Variation de trésorerie	0,4	7,9	(3,1)	(5,8)	5,9	(1,2)

Sources : EPS, Associés en Finance

Flux de trésorerie

Les flux générés par l'activité restent négatifs et se sont particulièrement creusés en 2017. Cela est principalement lié à l'accroissement du BFR sur l'exercice, dans un contexte où la capacité d'autofinancement est demeurée nettement négative. Les flux liés aux opérations d'investissement proviennent principalement des investissements en immobilisations incorporelles. La hausse importante de ces investissements entre 2015 et 2016 s'explique par des frais de développement élevés liés au système HyESS™ et par l'acquisition d'Elvi Energy (société spécialisée dans le développement de *software* et de systèmes convertisseurs).

Sur l'exercice 2017, EPS a dégagé un *cash-flow* disponible (flux générés par l'activité moins les investissements) toujours négatif à -12,3 M€, en détérioration par rapport à 2016 (-9,6 M€).

II.F. Analyse SWOT d'EPS

Notre perception du positionnement stratégique d'EPS est synthétisée dans la matrice SWOT de la Figure 16. Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement (cf. IV.C.4) dans la valorisation de la société.

Figure 16
Analyse SWOT d'EPS

Forces	Faiblesses
Le marché se caractérise par de fortes barrières à l'entrée	Un marché du micro-réseau encore très peu développé
Détenteur de sa propre technologie innovante (HyESS™)	Difficultés opérationnelles à supporter des projets de grande ampleur (risque d'exécution)
Le marché des producteurs de solutions de stockage d'énergie est concentré	Un portefeuille de clients relativement concentré et un nombre de projets limité
Capacité de délivrer des contrats "clés en main" en étant présent sur une grande partie de la chaîne de valeur	EPS continue de générer des cash-flow s fortement négatifs
	Nécessité de s'adosser industriellement et financièrement à un partenaire dans sa phase de croissance
Opportunités	Menaces
Potentiel de croissance très important des micro-réseaux et solutions de stockage d'énergie	Risque technologique : développement plus rapide d'autres technologies (ou apparition de nouvelles technologies) et prise de part de marché des acteurs concurrents
Développement de zones émergentes aux besoins très forts en stockage d'électricité	Décalage des engagements de commandes matérialisés dans les contrats
Accentuation des contraintes environnementales au profit des énergies renouvelables, qui entraînent des besoins de stockage supplémentaires	Les risques géopolitiques sont conséquents dans les pays émergents dans lesquels les perspectives de développement de la Société sont conséquentes
	Capacités de développement industrielles, commerciales ou financières beaucoup plus importantes chez la plupart des concurrents en raison de leur taille et de leurs moyens financiers

Sources : EPS, Associés en Finance

III. Examen des accords entre les parties

Associés en Finance a pris connaissance des différents accords conclus dans le cadre de la présente Opération, afin d'en examiner les éventuelles conséquences sur l'examen de l'équité de l'Offre.

L'Opération s'entend dans le contexte où Engie s'est porté acquéreur le 7 mars 2018 par voie de cession de blocs hors marché d'un total de 56,09% du capital non dilué d'EPS¹⁵, conduisant au dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée sur le solde des titres émis ou potentiels d'EPS, aux mêmes conditions financières. Cette Offre est facultative pour les actionnaires d'EPS et ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire.

Contrats d'Acquisition de titres

Deux contrats d'acquisition de titres ont été conclus entre l'Initiateur, les principaux actionnaires et le management de la Société.

Un contrat d'acquisition de titres a été conclu entre Engie, acquéreur, et les cédants 360 Capital One, Ersel, Prima Industrie Groupe, le Conseil d'Administration (hormis le Président du Conseil), et certains membres du Comité Exécutif membres du Conseil d'Administration. Il régit les conditions dans lesquelles les cédants et l'acquéreur vont pouvoir réaliser la cession de la majeure partie des titres acquis par Engie. Les cédants au titre de ce contrat d'acquisition de titres détenaient 4 626 895 actions de la Société.

Un second contrat d'acquisition a été conclu, dans lequel Engie s'engage à acquérir 255 304 actions de la Société auprès des membres du Comité Exécutif non membres du Conseil d'Administration et d'autres actionnaires individuels (dont des salariés d'EPS).

Les contrats d'acquisition et leurs avenants stipulent par ailleurs que les Cédants détenant des S-O et BSA acquis et exerçables à la date de réalisation de la cession (7 mars 2018) se sont engagés irrévocablement à exercer ou à renoncer à leurs S-O et BSA et à céder sur le marché les actions émises au plus tard à la date de clôture de l'Offre. A la date de Réalisation des accords, les Cédants détiennent 198 223 S-O et BSA acquis non encore exercés.

Toutes les cessions de titres prévues dans ces contrats d'acquisition et avenants sont réalisées à un prix identique de 9,50 € par action, c'est-à-dire au prix proposé ultérieurement aux autres actionnaires dans le cadre de l'Offre publique. Les termes des contrats d'Acquisition ne prévoient aucune clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix au bénéfice des Cédants. Associés en Finance n'a identifié dans ces contrats d'acquisition aucune clause susceptible de remettre en question l'égalité de traitement des actionnaires d'EPS au titre des actions cédées.

Examen des conditions offertes aux porteurs d'instruments dilutifs en cours d'Acquisition

Le Contrat d'Acquisition conclu avec les principaux actionnaires et managers stipule par ailleurs que les S-O et BSA dont bénéficient les cédants et qui sont encore en période d'acquisition¹⁶ sont remplacés par un plan d'intéressement à long terme prévoyant l'échange de S-O et BSA en droits à l'appréciation d'action (SAR, *Stock Appreciation Rights*) (ci-après « **les Droits** »).

¹⁵ Pourcentage calculé à la Date de Réalisation

¹⁶ Les cédants bénéficiaient de 615 964 S-O et BSA encore en période d'acquisition à la date de signature.

Il convient de préciser que 200 000 S-O et BSA acquis et détenus par Carlalberto Guglielminotti (Directeur Général) ont été comptabilisés en S-O et BSA en cours d'acquisition et par conséquent échangés en Droits.

Les principales caractéristiques des Droits sont les suivantes :

- Les Droits ne donnent pas accès au capital de la Société mais à un paiement en numéraire.
- L'exercice des droits est conditionné à la présence du bénéficiaire au sein de la Société à la date d'acquisition, il est accompagné de clauses classiques de « *Good and Bad leavers* ».
- Le prix d'exercice des droits est celui de l'option (S-O et BSA) contre laquelle il a été échangé et à la date d'exercice, la valeur d'un droit est égale à la différence entre le montant le plus élevé entre le cours de bourse atteint par le titre avant la date d'exercice et le prix de 9,50 €.
- Les Cédants considérés comme « directeurs techniques »¹⁷ peuvent exercer leurs Droits de la manière suivante : 30% des Droits sont exerçables 24 mois après la date de réalisation (7 mars 2018) et le reste est exerçable par tranche de 17,5% tous les semestres au cours de la période de 2 ans qui suit la première période d'exercice¹⁸. Les autres bénéficiaires de Droits peuvent exercer leurs Droits aux dates équivalentes à celles des options (S-O et BSA) contre lesquelles ils ont été échangés.

Ces Droits correspondent donc à des instruments d'intéressement du management qui existaient préalablement à l'Offre, auxquels ils ne font que se substituer. Les Directeurs Techniques voient la période d'acquisition de ces droits être allongée par rapport à la situation antérieure, ce qui correspond d'un point de vue financier à une décote d'incessibilité supplémentaire. S'y ajoute toutefois la valeur minimale attribuée au Droit de 9,50 €, laquelle s'analyse au regard de l'intérêt pour la Société et ses actionnaires du maintien de managers clés dans leurs fonctions, l'exercice des Droits étant conditionné à la présence des managers dans la Société. L'ensemble de ces éléments est analysé d'un point de vue financier dans l'annexe 1.

Examen des droits additionnels

Le Contrat d'Acquisition prévoit par ailleurs l'attribution de 500 000 Droits Additionnels¹⁹ à quatre membres du Comité Exécutif, dont près de 300 000 à Carlalberto Guglielminotti. Pour 100% des Droits Additionnels prévus pour le Directeur Général et 50% des Droits Additionnels prévus pour les trois autres attributaires, ces Droits additionnels ne seront acquis qu'en fonction de l'atteinte de critères de performances basés sur la réalisation des objectifs du plan Stratégique 2020. Les autres 50% des Droits Additionnels prévus pour les attributaires autres que le Directeur Général sont soumis à conditions de présence. L'ensemble de ces Droits Additionnels correspondent à des mécanismes d'intéressement différé de managers clés à la bonne marche de la Société et ne constituent pas à ce titre un avantage particulier, ni un complément de prix, puisqu'ils seront acquis seulement si les performances opérationnelles sont réalisées, pour la part sous condition de réalisation d'objectifs, et seulement si ces managers demeurent au sein de la Société. Des éléments complémentaires sont présentés en annexe 1.

¹⁷ Les directeurs techniques sont définis comme les membres du Comité Exécutif disposant de compétences techniques, soit 7 membres sur 12, dont Carlalberto Guglielminotti.

¹⁸ Ces conditions sont légèrement plus contraignantes pour les porteurs d'options sur la première période d'exercice que les conditions auxquelles les options ont été initialement émises.

¹⁹ Les Droits additionnels ont un prix d'exercice de 3,66 €.

Examen de l'engagement d'apport conclu avec Massimo Prelz Oltramonti, Président du Conseil d'Administration d'EPS

Le 24 janvier 2018, un accord a été signé entre certains des principaux actionnaires de la Société (360 Capital One et Ersel et Carlalberto Guglielminotti) et Massimo Prelz Oltramonti, Président du Conseil d'Administration de la Société, dans lequel ce dernier s'engage à apporter ses titres dans EPS détenus directement ou indirectement (191 945 actions) au plus tard 5 jours avant la clôture de l'Offre. Par ailleurs, il s'est également engagé à exercer à ses S-O et BSA au plus tard à la date de Réalisation puis, au plus tard 5 jours avant la clôture de l'Offre, à céder sur le marché les actions ainsi émises ou à les apporter à l'Offre. Cet engagement d'apport n'amène pas de commentaires particuliers. Depuis cette date, Monsieur Massimo Prelz Oltramonti a acquis sur le marché un nombre total de 21 319 Actions qu'il a l'intention de conserver afin de pouvoir bénéficier de la création de valeur future de la Société.

Conclusion sur l'examen des accords entre les parties

Associés en Finance a examiné les différents termes des Contrats d'Acquisition de titres et leurs avenants et n'a pas identifié dans les accords conclus dans la cadre de la présente Opération d'éléments susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires d'EPS.

IV. Evaluation d'EPS

IV.A. Examen du cours de bourse

Examen de l'évolution du cours de l'action EPS

Avant l'annonce du projet d'offre et depuis son introduction en bourse le 22 avril 2015, le cours de l'action EPS a évolué dans une fourchette comprise entre 3,7 €, le 26 juin 2016, et 15,9 € (fin octobre 2017). Au 23 janvier 2018, sur la base du prix de l'introduction en bourse (7,3 €), la performance du titre EPS s'établit à +56,2%. Avant l'annonce du projet d'Offre le 24 janvier 2018, le cours de l'action EPS s'établissait à 11,4 € (cf. Figure 17).

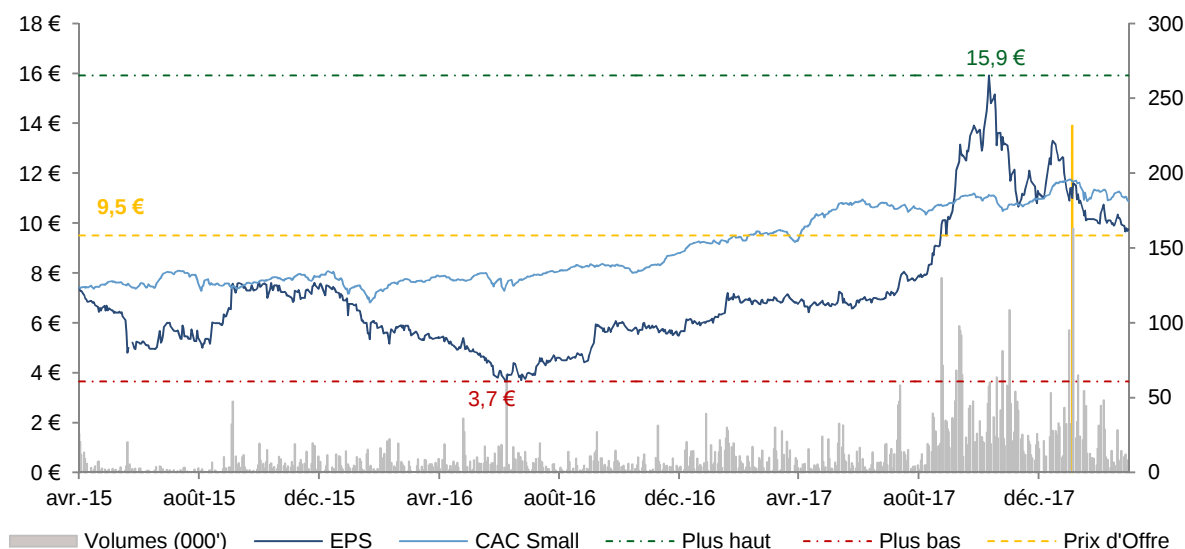
L'évolution du cours du titre EPS depuis son introduction en bourse à la fin du mois d'avril 2015 a été marquée par plusieurs périodes assez distinctes : la première, s'étalant de la première journée de cotation à la fin de l'été 2017, durant laquelle le cours de bourse a oscillé entre 3,7 € et 8,1 €. Par ailleurs, sur cette période, et après une période de forte volatilité, le titre a évolué dans une fourchette assez réduite entre 6,5 € et 8,1 €, entre le 1^{er} mars 2017 (date de publication du chiffre d'affaires 2016) et fin août 2017, alors même que la période a été marquée d'un point de vue opérationnel par deux événements marquants pour EPS : l'annonce du financement par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et la publication du « *road map* » de la Société et de son plan stratégique 2020.

Une deuxième période, très dynamique, à la fin de l'été 2017, après l'annonce de la signature d'un contrat avec Endesa et de la publication des résultats du premier semestre 2017, a vu le cours du titre EPS progresser de + 120% en 3 mois.

Enfin, après avoir atteint son plus haut historique le 1^{er} novembre 2017, le cours du titre EPS a chuté brutalement tout au long du mois de novembre (-33,1%) atteignant 10,65 € le premier décembre. C'est durant cette période que s'est tenu l'*Investor day* de la Société (15/16 novembre), événement qui a été suivi d'une baisse de -13,0% du cours de bourse sur les cinq séances de bourse suivantes.

Au 23 mars 2018, et depuis l'annonce du projet d'Offre le 24 janvier 2018, le cours de bourse d'EPS est resté supérieur au prix d'Offre. Le cours a évolué entre 9,66 € (le 20 mars 2018) et 11,60 € (le 26 janvier 2018).

Figure 17
Evolution de l'action EPS depuis son introduction en bourse



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Au 23 janvier 2018, avant l'annonce de l'Offre, le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens de l'action EPS avait atteint son plus haut niveau sur un an le 30 octobre 2017 à 15,6 € après plusieurs semaines de hausse quasi-continue. En moyenne sur un an, 18 711 titres ont été échangés par jour de négociation (cf. Tableau 4). Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissent à 4,8 millions de titres soit 56,8% du capital de la société ou 166,4% du flottant. Ce critère du nombre de titres échangés, ne fait pas ressortir de problème de liquidité du titre en bourse. En revanche, la profondeur du marché du titre reste modérée si l'on considère le montant des capitaux échangés (200 000 à 350 000 € échangés par jour), qui résulte de la faible taille boursière de la société. Ceci est un facteur d'explication de phénomènes de sur-réaction du cours, à la hausse comme à la baisse.

Tableau 4
Volumes échangés sur l'action EPS avant annonce du projet d'Offre – 23 janvier 2018

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
23-janv.-18	11,20	32 310,0	0,38%	1,12%	32 310,0	0,38%	1,12%
Moy. 20 jours	12,08	27 561,0	0,33%	0,96%	551 220,0	6,53%	19,14%
Moy. 60 jours	12,61	30 950,8	0,37%	1,07%	1 857 050,0	22,00%	64,49%
Moy. 6M	11,70	28 776,0	0,34%	1,00%	3 712 110,0	43,98%	128,92%
Moy. 9M	11,16	21 528,1	0,26%	0,75%	4 176 460,0	49,49%	145,04%
Moy. 12M	10,61	18 711,1	0,22%	0,65%	4 790 030,0	56,76%	166,35%

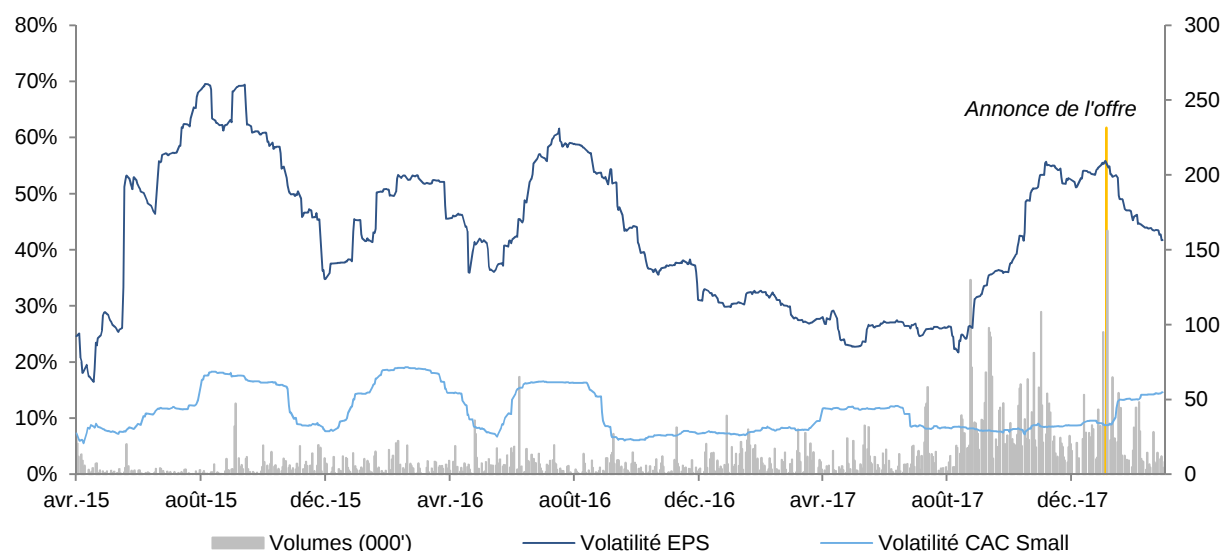
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours moyen pondéré des volumes de l'action EPS s'établit en moyenne à 10,25 € avec des volumes stables (26 107 titres échangés en moyenne par jour), malgré la forte hausse de ces derniers le 25 janvier 2018, lendemain de l'annonce (231 650 titres échangés).

Volatilité du cours de l'action EPS

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité dont l'évolution depuis avril 2015 est présentée sur la Figure 18 est calculée sur la base des rentabilités hebdomadaires de l'action EPS.

Figure 18
Volatilité 3 mois glissants de l'action EPS depuis le premier jour de cotation



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Les phénomènes de sur-réaction du cours évoqués plus haut ont leur contrepartie dans le niveau de volatilité de l'action EPS, nettement supérieure à celle de l'Indice CAC Small, et qui est en partie la conséquence de la taille limitée de la société en bourse. Elle s'est fortement accentuée à partir de septembre 2017, reflet des mouvements heurtés décrits précédemment. Au 24 janvier 2018, la volatilité du titre EPS en bourse s'établit en moyenne à 42,5% depuis le premier jour de sa cotation contre 11,0% pour l'Indice CAC Small.

Comparaison entre le prix d'Offre et l'évolution du cours

Tableau 5
Moyenne des cours pondérés par les volumes au 23 janvier 2018 et comparaison avec le prix de l'Offre

Données boursières	Cours	Prime
Cours de clôture au 23 janvier 2018	11.40	(16.7%)
Cours moyens pondérés par les volumes sur 20 jours	12.08	(21.4%)
Cours moyens pondérés par les volumes sur 60 jours	12.61	(24.6%)
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	11.70	(18.8%)
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	11.16	(14.9%)
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	10.61	(10.5%)
Plus haut sur 12 mois	30-oct.-17 15.55	(38.9%)
Plus bas sur 12 mois	20-janv.-17 6.07	56.6%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le prix d'Offre s'analyse au regard de l'article 233-3 du Règlement Général de l'AMF concernant les offres publiques d'achat simplifiées. Le prix d'Offre de 9,5 € extériorise une décote de -16,7% par rapport au cours de clôture au 23 janvier 2018. Les calculs effectués par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes extériorisent également des décotes : le prix d'Offre correspond

à une décote de -21,4% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours avant l'annonce, de -24,6% par rapport aux cours moyens pondérés sur 60 jours avant l'annonce, et de -10,5% par rapport aux cours moyens pondérés sur un an.

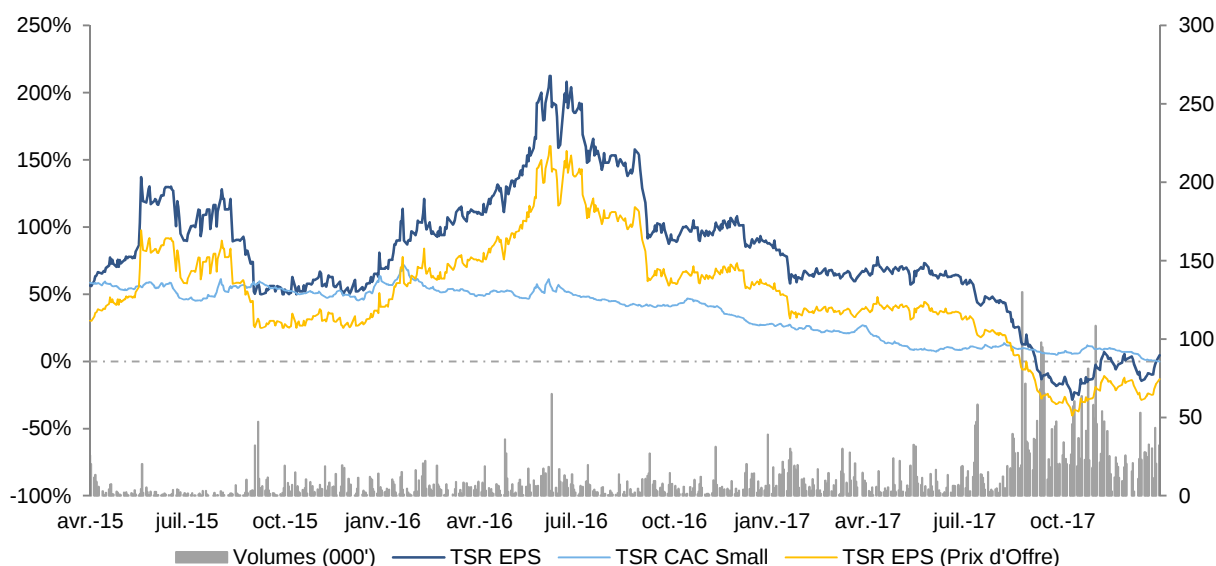
Cette décote du prix d'Offre par rapport au cours s'analyse au regard de la hausse du cours depuis le mois de septembre 2017 et la forte volatilité du titre depuis l'automne. A l'inverse, le prix d'Offre extériorise des primes significatives pour les investisseurs s'étant positionnés sur le titre avant septembre 2017.

Analyse du Total Shareholder Return (TSR²⁰) depuis le début de la cotation d'EPS

Comme précisé plus haut, l'analyse détaillée du cours fait ressortir des sous-périodes très différenciées. A ce titre, une analyse de l'évolution des performances boursières depuis le début de cotation du titre EPS apparaît pertinente dans le cadre de l'appréciation du prix d'Offre.

Il ressort de la Figure 19 qu'en apportant ses titres à l'Offre d'Engie, l'actionnaire obtient une performance significative sur son investissement et nettement supérieure à celle de l'Indice CAC Small à partir d'un investissement en février 2016. Seuls les investisseurs s'étant positionnés sur le titre depuis le 13 septembre 2017 ne bénéficient pas d'un tel effet.

Figure 19
Total Shareholder Return d'EPS et du CAC Small – 22 avril 2017 au 23 janvier 2018



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

En définitive, l'analyse du cours de bourse traduit le fait que l'Offre d'Engie au prix de 9,50 € par action s'inscrit dans un contexte inhabituel, puisque le prix d'Offre s'établit à un niveau sensiblement inférieur au cours coté d'EPS au 23 janvier 2018 ou aux cours moyens pondérés par les volumes calculés sur différentes périodes arrêtées à cette même date. Le prix d'Offre extériorise à l'inverse des primes significatives pour les investisseurs s'étant positionnés sur le titre avant septembre 2017. Le cours a en effet connu un emballement rapide depuis l'automne 2017, qui s'est accompagné

²⁰ Total Shareholder Return : Rentabilité obtenue par l'actionnaire entre sa date d'investissement et la fin de la période de mesure.

d'une forte augmentation de sa volatilité, le titre ayant enregistré des mouvements fortement haussiers mais aussi des mouvements nettement baissiers, notamment au mois de novembre 2017, au cours duquel le cours a reculé en quelques semaines de plus de 30%.

L'analyse détaillée²¹ des mouvements de cours depuis septembre 2017, de forte amplitude dans un sens ou dans un autre, montre que ceux-ci ne peuvent être de manière générale reliés à des nouvelles opérationnelles sur la Société. Aussi, ces mouvements erratiques peuvent être reliés à la faible liquidité du titre si l'on considère la taille de son flottant en bourse, et laissent supposer des phénomènes de sur-réaction qui expliquent le décalage qui peut exister entre le cours de bourse, et les valeurs extériorisées par l'application des méthodes de valorisation intrinsèques, telles que présentées plus loin dans ce document.

IV.B. Les méthodes de valorisation écartées

Associés en Finance n'a pas retenu les méthodes d'évaluation suivantes, peu pertinentes au cas d'espèce.

■ Méthode de l'Actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par EPS s'établit à 0,28 € par action au 30 juin 2017 et à 0,17€ par action à fin décembre 2017 (avant impact de la réévaluation des BSA BEI).

■ Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, ce qu'EPS n'est pas. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

■ Valorisation par les dividendes

EPS étant en phase de développement et de croissance, la Société n'a jamais distribué de dividendes, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a donc pas été retenue. Il lui a été substitué une méthode *DCF to equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible.

■ Valorisation par la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

²¹ Par exemple, par des méthodes d'étude d'évènement ou d'études d'évènement inversées. De telles études montrent qu'à part la réaction positive du cours à l'annonce de la signature du contrat avec Endesa ou une réaction négative du cours la semaine ayant suivi l'Investor Day au mois de novembre, les rentabilités anormales (après prise en compte des variations de marché et effet spécifique du risque du titre) constatées sur le titre dans un sens comme dans un autre ne peuvent être reliées à une actualité spécifique de la Société.

L'application de la méthode des comparables boursiers se heurte dans le cas présent à plusieurs écueils majeurs. EPS se caractérise par son stade de développement encore précoce, son absence de rentabilité, sa faible taille et ses technologies spécifiques.

Pour répondre à ces différentes caractéristiques, Associés en Finance a défini un échantillon « resserré » de sociétés technologiques du secteur de l'énergie, et en forte croissance. Nombre de ces acteurs, à l'image d'EPS, ne sont pas encore rentables et ont des activités ou des modèles économiques sensiblement différents d'EPS. Leurs caractéristiques opérationnelles sont présentées dans le Tableau 6. Tesla a été incluse dans ce tableau car présentant certaines caractéristiques communes (secteur technologique, et implication dans le stockage électrique). Elle présente toutefois une taille sans commune mesure ni avec les autres sociétés de ce tableau ni avec EPS.

Tableau 6
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon sectoriel resserré (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			CAPEX / CA		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Tesla, Inc.	Etats-Unis	5 665,9	244,0	(522,6)	0,3%	7,8%	14,5%	(34,7%)	(18,6%)	(13,0%)
SFC Energy	Allemagne	44,0	(1,9)	(3,8)	1,8%	6,2%	9,6%	(0,8%)	(0,8%)	(0,7%)
Hydrogenics	Canada	23,5	(6,6)	(7,2)	(16,8%)	1,7%	8,9%	(8,2%)	(2,7%)	(2,1%)
ITM Power	Royaume - Uni	10,1	(3,2)	(4,4)	(48,8%)	(33,0%)	(14,7%)	(9,5%)	nd	nd
McPhy Energy	France	7,5	(8,0)	(9,0)	(55,4%)	(23,0%)	(11,2%)	(5,9%)	(3,6%)	(2,6%)
Proton Power Systems	Royaume - Uni	2,7	(9,8)	(10,2)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Voltabox	Allemagne	nd	(2,6)	(3,7)	11,0%	17,5%	18,4%	(3,6%)	(22,9%)	(10,9%)
Moyenne					(21,6%)	(6,1%)	2,2%	(5,6%)	(7,5%)	(4,1%)
Médiane					(16,8%)	1,7%	8,9%	(5,9%)	(3,1%)	(2,4%)

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Les multiples de valorisation sur la base des EBITDA ou des EBIT ne sont pas pertinents pour EPS puisque même à l'horizon 2019 ni cet échantillon ni EPS n'ont atteint une rentabilité normative. Les multiples de chiffre d'affaires ne peuvent pas non plus être pris en compte, compte tenu de l'incertitude des perspectives de croissance et de rentabilité tant sur ces sociétés que sur EPS.

La spécificité de l'activité économique d'EPS, son stade de développement et l'absence de sociétés réellement comparables rendent ainsi l'application de la méthode des comparables boursiers inadéquate au cas d'espèce.

En revanche, Associés en Finance a constitué un échantillon sectoriel large de sociétés matures dans le secteur des biens d'équipements électriques, technologiques et énergétiques. Cet échantillon, du fait de la maturité des acteurs et de la taille des sociétés, ne peut constituer une référence en termes de valorisation. Mais il permet d'extérioriser des références opérationnelles sectorielles de long terme pouvant être utilisées dans le cadre de la modélisation « *DCF to Equity* » décrite plus loin. Les caractéristiques opérationnelles de cet échantillon sont présentées ci-dessous.

Tableau 7
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon sectoriel large (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA			CAPEX / CA		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Siemens	Allemagne	80 495,3	9 873,3	7 190,8	12,6%	13,1%	13,7%	(2,9%)	(3,0%)	(3,0%)
ABB	Suisse	27 380,5	3 678,7	2 826,4	12,7%	14,7%	15,2%	(2,8%)	(2,7%)	(2,7%)
Schneider	France	24 693,0	3 808,0	3 273,0	16,0%	16,7%	17,6%	(1,8%)	(3,1%)	(3,2%)
Emerson	Etats-Unis	15 351,1	2 526,1	2 126,5	21,2%	21,2%	21,7%	(3,2%)	(3,3%)	(3,2%)
Eaton	Irlande	15 983,3	2 571,5	1 819,5	16,7%	17,9%	18,3%	(2,5%)	(2,7%)	(2,6%)
BYD	Chine	13 334,2	1 943,0	1 041,8	11,7%	14,4%	13,4%	(10,1%)	(7,6%)	(7,4%)
AES	Etats-Unis	10 996,5	2 721,2	1 769,4	24,9%	30,0%	30,3%	(15,7%)	(15,5%)	(15,0%)
LG	Corée du Sud	15 472,8	2 493,0	1 491,9	16,9%	16,5%	16,2%	(8,8%)	(10,5%)	(8,9%)
Legrand	France	5 018,9	1 078,5	934,0	21,6%	22,9%	23,2%	(2,6%)	(2,9%)	(2,9%)
NGK	Japon	3 161,5	728,4	521,7	22,9%	24,2%	25,3%	(19,0%)	(25,2%)	(19,9%)
Energys	Etats-Unis	1 905,6	268,2	224,2	13,5%	13,5%	13,9%	(2,6%)	(3,0%)	(2,7%)
GS Yuasa	Japon	2 785,2	304,9	175,9	10,7%	10,7%	11,0%	(5,8%)	(5,3%)	(4,7%)
SMA Solar	Allemagne	946,7	127,1	86,8	10,6%	10,7%	11,2%	(4,5%)	(5,0%)	(5,2%)
Moyenne					16,3%	17,4%	17,8%	(5,6%)	(5,7%)	(5,4%)
Médiane					16,0%	16,5%	16,2%	(2,9%)	(3,1%)	(3,2%)

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

IV.C. Les méthodes de valorisation retenues

Plusieurs méthodes de valorisation décrites ci-après utilisent des paramètres communs que sont le nombre d'actions, ou les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

Détermination du nombre d'actions

Avant annonce de l'Offre, le nombre d'actions en circulation composant le capital d'EPS était de 8 439 629 actions. La Société ne détenait aucune action au titre de l'autocontrôle.

Il existait également 1 101 058 options allouées mais non encore exercées (S-O et BSA) donnant droit à une action EPS pour toute option détenue. Par ailleurs, il existait aussi 660 513 BSA attribués à la BEI en contrepartie du financement accordé (la parité d'exercice de ces bons étant d'une action pour un bon). Le nombre de titres potentiels d'EPS s'élevait ainsi à 1 761 571.

Par conséquent, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation est de 10 201 200 titres (nombre de titres en dilution avant annonce de l'Offre).

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines des méthodes de valorisation décrites (méthode des multiples de transactions) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin décembre 2017, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'EPS (Tableau 8).

Tableau 8
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)²²

Dettes financières brutes	16,6
Trésorerie et équivalents	(4,2)
Dettes nettes	12,3
Engagements envers le personnel	0,5
<i>Taux d'imposition de 25%</i>	
Passifs différés d'impôt	0,1
<i>Taux d'imposition de 25%</i>	
Autres actifs financiers non courants	(0,1)
Numéraire lié à l'exercice des BSA et Stock Options	(3,5)
Numéraire lié à l'exercice des BSA BEI	(0,1)
Somme des éléments de passage à la valeur des fonds propres (M€)	9,2

Sources : EPS, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte s'élèvent à 9,2 M€ qui viennent en déduction de la valeur d'entreprise.

IV.C.1. Objectifs de cours sur EPS (à titre indicatif)

Associés en Finance présente les objectifs de cours à titre indicatif, dans la mesure où l'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Par ailleurs, EPS fait l'objet d'un suivi limité par les analystes financiers.

Le prix d'offre de 9,5 € extériorise une forte décote (-34,0%) par rapport à la moyenne des objectifs de cours de ces analystes, qui s'établissait à 14,4 € au 23 janvier 2018, avant l'annonce de l'Offre. Avant l'annonce de l'Offre, les objectifs de cours étaient compris entre 9,5 €²³ et 18,5 € (Société Générale au 11 décembre 2017). La dispersion des objectifs de cours et celle des prévisions qui les sous-tendent sont le reflet des incertitudes attachées au titre (cf. paragraphe II.F) que traduit également la volatilité du cours.

A titre informatif, Invest Securities a publié une note après l'annonce de l'Offre, indiquant que l'adossement à Engie offrait de nouvelles perspectives mais l'analyste a conservé son objectif de cours inchangé. Par ailleurs, Société Générale a également publié une note, annonçant que l'opération était un accélérateur de croissance certain, mais que le prix pouvait être considéré comme « trop bas » et qu'il ne reflétait pas le potentiel de la Société à moyen terme. L'objectif de cours de l'analyste est resté inchangé à 18,5 €.

IV.C.2. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques.

²² Les postes présentés post fiscalité tiennent compte du taux d'imposition normatif de 25% retenu dans l'actualisation des flux prévisionnels.

²³ Objectif de cours de l'analyste d'Intermote datant du 6 septembre 2017, et stable depuis l'utilisation de la couverture du titre en avril 2016.

Certaines transactions portent sur des sociétés dont l'activité est proche d'EPS ou sont en concurrence directe avec EPS (notamment Younicos et GreenSmith, cf. Figure 12, page 18), ce qui justifie de présenter le résultat de cette analyse comme indicateur de valorisation implicite d'EPS.

La Société n'étant pas encore profitable, les multiples d'EBITDA et d'EBIT ne peuvent être utilisés. Par ailleurs, la Société étant dans une phase de développement importante, l'application d'un multiple de chiffre d'affaires sur le chiffre d'affaires réalisé par EPS apparaît peu pertinente. De plus, il convient de plus de noter que les informations disponibles sur ces transactions sont très parcellaires, seul le multiple de chiffre d'affaires étant en général disponible.

Pour ces différentes raisons, cette méthode de valorisation est présentée à titre indicatif.

Dans le cas présent, un échantillon de 8 transactions a été identifié (cf. Tableau 9), portant sur une part du capital significative de la cible, annoncées lors des cinq dernières années, d'une taille inférieure ou égale à 1 Md€ et concernant des sociétés en croissance et dans des secteurs proches de celui d'EPS. Le détail de ces transactions est présenté en Annexe 3.

Par ailleurs, au sein de cet échantillon, deux transactions ont été présentées uniquement à titre d'information (partie grisée du tableau), en raison d'une part de leur taille (acquisition de SAFT par Total) mais également d'une moindre pertinence d'un point de vue économique et opérationnel (DBT produit des bornes d'alimentation électriques). Elles ne sont pas retenues dans les calculs.

Tableau 9
Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)			Multiples (NTM)		
	Nom	Pays		% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	CA	EBITDA	EBIT
19-mars.-14	McPhy Energy S.A.	France	Public	40,6%	80	26,2x	ns	ns	nd	nd	nd
23-mars.-17	Blue Solutions Société Anonyme	France	Bolloré SA	28,8%	534	4,9x	31,6x	ns	4,1x	17,9x	ns
15-mai.-17	GreenSmith Energy Management Systems, Inc.	Etats-Unis	Wärtsilä Oyj Abp	100,0%	150	5,3x	nd	nd	nd	nd	nd
21-juin.-17	EnerNOC, Inc.	Etats-Unis	Enel Green Power North America, Inc.	100,0%	257	0,8x	ns	ns	0,9x	ns	ns
03-juil.-17	Younicos AG	Allemagne	Aggreko plc	100,0%	46	5,7x	nd	ns	nd	nd	nd
13-oct.-17	Voltabox	Allemagne	Public	40,0%	251	12,2x	ns	ns	nd	nd	nd
27-nov.-15	DBT SA	France	Public	31,9%	27	1,5x	ns	ns	nd	nd	nd
06-mai.-16	Saft Groupe S.A.	France	TOTAL S.A.	100,0%	1 046	1,4x	7,1x	15,8x	1,3x	8,8x	12,8x
Moyenne - Tier 1						9,2x	31,6x		2,5x	17,9x	
Médiane						5,5x	31,6x		2,5x	17,9x	

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

La disparité des multiples de CA extériorisés par les transactions identifiées rend plus pertinente l'utilisation de la médiane des résultats. Il convient de noter que les deux transactions les plus pertinentes comme indiqué plus haut, celles réalisées récemment sur GreenSmith et Younicos, l'ont été à un multiple équivalent à ce multiple médian.

En appliquant les multiples médians (LTM et NTM) de chiffre d'affaires de l'échantillon aux chiffres d'affaires des mêmes périodes de référence pour EPS, la valeur centrale issue de la méthode des transactions comparables ressort à titre indicatif à 6,0 € par action EPS.

IV.C.3. Références de transactions sur le capital d'EPS

Introduction en bourse de la Société - avril 2015

Le 22 avril 2015, EPS a réalisé son introduction en bourse sur le compartiment C d'Euronext Paris, au prix de 7,3 € par action. A cette occasion, 1 941 177 actions ont été émises (soit 27,2% du capital d'alors), permettant à la Société de lever 14,2 M€.

Placement privé - fin 2015

Le 4 décembre 2015, EPS a réalisé une augmentation de capital par placement privé auprès d'investisseurs institutionnels. 701 500 actions nouvelles ont été émises à un prix de souscription de 6,8 € par action (contre un cours de bourse de 6,95€ au 3 décembre 2015). Le nombre d'actions émises représentaient 9,8% du capital avant émission.

Augmentation de capital réservée - août 2017 (à titre indicatif)

Le 8 août 2017, EPS a réalisé une augmentation de capital réservée aux dirigeants d'EPS et d'Elvi Elettrotecnica Vitali S.p.A. L'opération a été réalisée au prix de 7,15 € par action, pour un montant de 1 408 063 € et 196 932 actions nouvelles. Les conditions d'émission de ces nouveaux titres avaient toutefois été fixées antérieurement, et approuvées lors de l'Assemblée Générale d'EPS le 21 juin 2016. Ce décalage temporel explique pourquoi cette augmentation de capital est présentée à titre indicatif seulement.

Acquisition des Blocs de titres préalablement à l'Offre – mars 2018

Les principaux actionnaires d'EPS ont initié à la fin du premier trimestre 2017 un processus d'adossement de la Société. Plusieurs candidats, en provenance du monde industriel ou du secteur de l'énergie, ont déposé des offres d'acquisition. A l'issue de ce processus concurrentiel de recherche d'offres d'acquisition, Engie a déclaré son intention de réaliser l'acquisition de la Société auprès des principaux actionnaires d'EPS.

Ainsi, le 7 mars 2018, Engie a réalisé l'acquisition de 4 882 199 titres par achat de blocs auprès des actionnaires de référence et du management de la Société (cf. Partie III). L'acquisition de leurs titres s'est faite au prix de 9,50 € par action. A la suite de cette opération, Engie détenait 56,09% du capital non dilué de la Société. Cette opération entraîne le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée au même prix.

Hors acquisition des blocs de titres par Engie en mars 2018, l'ensemble des opérations sur le capital de la Société depuis sa cotation ont donc été réalisées à un prix inférieur au prix d'Offre. L'Offre faite aux minoritaires d'EPS leur assure le même prix de 9,50 € que celui qui a été proposé aux détenteurs des titres donnant le contrôle d'EPS à Engie.

IV.C.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et du plan d'affaires de la Société, ainsi que des éléments de contexte économique et concurrentiel, EPS a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 3). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par les analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs. Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont

régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Dans le cas d'EPS, l'utilisation d'un modèle *DCF to Equity* a été préférée, dans la mesure où il permet de prendre davantage en compte l'impact de la liquidité du titre en bourse, et le risque pour les actionnaires que représente la situation d'une société en phase de développement et adressant de nouveaux marchés. Cette méthode permet plus spécifiquement de rendre compte du fait que le développement de la Société pèsera sur la capacité de distribution de la Société pendant plusieurs années, compte tenu des besoins financiers qu'il génère.

Plan d'affaires communiqué par EPS

L'année 2017 a été l'occasion de développements importants pour EPS, marqués notamment par la signature de contrats significatifs et par le financement mis en place avec la Banque Européenne d'Investissement. A cette occasion, EPS a présenté au marché ses perspectives de développement stratégiques, résumées dans la publication le 23 mai 2017 de sa « *Roadmap* » (« *Energy Transition Technology Roadmap, distinguishing hype from reality* »). EPS a communiqué à cette date différents objectifs, dont ceux de réaliser en 2020 pour au moins 70 M€ de systèmes dans le *Micro-Grid* et 30 M€ dans le *Grid-Support* ainsi qu'une marge d'EBITDA située autour de 30%.

Dans cette continuité, EPS a communiqué à Associés en Finance son plan d'affaires mis à jour en date du 29 décembre 2017, courant jusqu'en 2020.

Le plan d'affaires de la Société prévoit une croissance exceptionnellement élevée du chiffre d'affaires, multiplié par plus de 10 en trois ans entre 2017 et 2020. EPS tient compte dans ses prévisions, des estimations²⁴ de capacités additionnelles annuelles dans le *Grid-Support* et dans le *Micro-Grid* (+29 GW par an) ainsi que de l'évolution des prix en euro par MW (décroissance annuelle de l'ordre de -8%). Au regard de son carnet de commandes prévisionnel et des éléments présentés ci-avant, EPS anticipe une croissance de son taux de pénétration sur les différents marchés adressés de +33% en moyenne par an sur la durée du plan d'affaires, avec une progression particulièrement dynamique dans le *Micro-Grid* et l'activité de Développement de Projets (environ 75% du carnet de commandes prévisionnel) sur le marché africain (notamment en Tanzanie, aux Comores et en République Démocratique du Congo). Cette activité devrait constituer l'axe majeur de la Société dans l'atteinte de ses objectifs à moyen-terme. Cela se traduit par la réalisation de 110 MW de systèmes installés à horizon 2020 (contre une vingtaine en 2017) et par plus de 100 M€ de ventes, dont 70% réalisées dans le *Micro-Grid*. Par ailleurs, EPS anticipe que la réalisation de projets de grande ampleur s'appuiera sur le soutien d'un partenaire industriel, et tient compte à ce titre de prévisions de croissance liées à ce soutien.

Les anticipations de marge dans le plan d'affaires sont très dépendantes de la capacité de la Société à réaliser sa croissance dans le *Micro-Grid*, où la marge brute est sensiblement plus importante que dans le *Grid-Support*. La marge du groupe devrait être tirée par la croissance des volumes de projets vendus et installés, mais également par l'optimisation de la structure de coûts, notamment les coûts administratifs et de support. Pour ces raisons, la marge d'EBITDA devrait s'accroître sensiblement et atteindre un niveau supérieur de ce qui est observé chez les acteurs matures du secteur en 2020.

La croissance de la Société nécessitera des niveaux d'investissements en forte hausse sur l'exercice 2018 qui se normaliseront par la suite. Le poids des dépenses en R&D progresse de manière significative en 2018, notamment dans l'électronique de puissance pour les applications *Micro-Grid*.

Le Besoin en Fonds de Roulement de la Société diminue sensiblement sur la première année de plan d'affaires et reste constant par la suite, principalement en raison de la réduction des stocks. Il

²⁴ Bloomberg New Energy Finance

convient de rappeler que le BFR de la Société exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires est en forte hausse sur l'exercice 2017.

En définitive, le plan d'affaires extériorise une très forte croissance du chiffre d'affaires et de la marge qui, en fin de plan d'affaires atteint un niveau très élevé. La réalisation de ces prévisions repose sur plusieurs hypothèses principales : le Développement de Projets dans les micro-réseaux dans les pays émergents, le rapprochement opérationnel avec un partenaire industriel permettant la réalisation des projets de grande ampleur et le maintien du système HyESS™ comme technologie de pointe dans le stockage et la distribution d'énergie, et particulièrement d'énergies « vertes ». Le plan d'affaires repose ainsi sur un certain nombre d'hypothèses très fortes. A ce titre, une analyse de sensibilité a été menée sur l'impact sur la valorisation d'un décalage dans le temps de la réalisation des objectifs du plan d'affaires (cf. plus bas).

Prorogation du plan d'affaires et estimation des données prévisionnelles

Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 4, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à moyen et long terme sur le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, ces paramètres évoluent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur fonds propres et une croissance normative. Pour prolonger le plan d'affaires, Associés en Finance s'est basée sur la croissance estimée des prix en euro par MW à horizon 2025²⁵ ainsi que sur les tendances de croissance des capacités de production d'énergies renouvelables à long terme, qui constitue l'élément moteur de la croissance de la Société²⁶. Sur cette base, la croissance de l'activité est maintenue à un niveau assez fort sur les premières années de prolongation. Au total, le plan d'affaires et sa prorogation par Associés en Finance font ressortir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de +10% par an entre 2020 et 2025. La croissance des ventes tend ensuite vers un niveau à très long terme de +1,5% en toute fin de modélisation, c'est-à-dire en 2052.
- Partant du niveau de fin de plan d'affaires en 2020, la marge d'EBITDA est progressivement réduite, afin d'atteindre à long terme les niveaux observés sur un échantillon de sociétés matures du secteur de l'énergie et de l'électronique (cf. Tableau 7), et s'établit en fin de modélisation (2052) à 17%.
- Conformément aux éléments estimés par le management d'EPS, le niveau de BFR est maintenu en moyenne sur toute la période de prorogation à son niveau atteint en fin de plan d'affaires ;
- Les investissements sont fixés de manière cohérente avec la croissance générée par la Société. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont établis en lien avec les niveaux moyens observés sur le plan d'affaires, et sont progressivement réduits afin d'atteindre à long terme les niveaux observés (en pourcentage du chiffre d'affaires) sur un échantillon de sociétés matures du secteur de l'énergie et de l'électronique (cf. Tableau 7) ;

²⁵ Bloomberg New Energy Finance

²⁶ Investor Day – EPS, novembre 2017

-
- Compte tenu des perspectives d'évolution fiscale en Italie et en France, Associés en Finance a retenu une hypothèse de 25% pour le taux d'imposition tout au long de la modélisation ;
 - Au regard de la typologie du bilan, constitué essentiellement d'actifs incorporels, de l'intensité capitalistique, de la nature technologique des activités d'EPS, ainsi que des prévisions du plan d'affaires, le modèle *DCF to equity* intègre une contrainte d'endettement cible de 0% à partir de 2021. Les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible²⁷ ;
 - En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2052 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*).

Coût des fonds propres après impôt utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres d'EPS (*DCF to Equity*) a été estimé conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

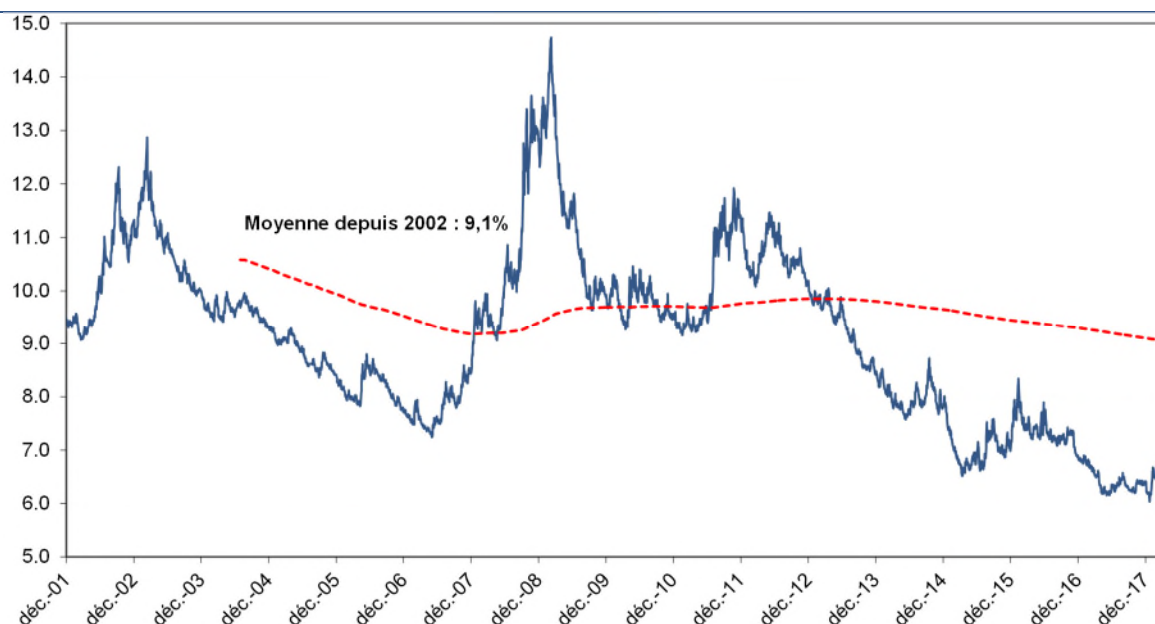
Situation actuelle sur les marchés financiers

En préliminaire, il convient de souligner le fait que les modèles de valorisation d'Associés en Finance prennent en compte l'évolution au jour le jour des marchés financiers. Ils reflètent donc la situation présente sur les marchés financiers.

La Figure 20 permet de constater que les taux d'actualisation sont actuellement à des niveaux particulièrement bas, et ceci, malgré leur remontée récente. Cette faiblesse des taux d'actualisation résulte du contexte spécifique d'abondance de liquidités liées aux actions volontaristes de la Réserve Fédérale américaine puis de la BCE. Même s'ils sont en légère hausse ces derniers mois, les taux obligataires n'ont jamais été aussi faibles que sur les trois dernières années et cette situation se répercute sur les taux d'actualisation sur les marchés actions, et par symétrie inverse, sur les niveaux de valorisation des actions, aujourd'hui relativement élevés.

²⁷ Il convient de noter que le profil de flux pour l'actionnaire serait sensiblement modifié si la BEI exerçait la clause de changement de contrôle, en demandant le remboursement anticipé du financement accordé. Si cette clause de changement de contrôle devait être exercée par la BEI dans le cadre de l'acquisition par Engie, Engie envisage la possibilité de voter en faveur d'une émission de titres financiers de la Société pour faire face aux besoins de financement de celle-ci.

Figure 20
Evolution de la rentabilité attendue sur le marché actions depuis 2002



Sources : Trival, Associés en Finance

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans le modèle Trival® de *DCF to equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Dans ce modèle, le risque relatif résulte de trois éléments : une note de risque de prévision, une note de risque financier et un risque sectoriel. Le risque relatif d'EPS tient compte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. Figure 16), des fondamentaux de l'environnement opérationnel, et des facteurs de risque liés à l'exécution du plan d'affaires, le risque de prévision d'EPS retenu est de 9 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- Le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5²⁸. Cette note de risque financier est de 4 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la société, mais aussi sa taille, sa capacité à générer des *cash-flows* opérationnels significatifs dans les prochaines années. Dans le cas d'EPS, ce niveau de risque tient compte de la phase de croissance dans laquelle la Société se trouve et qui nécessite des besoins de financement encore élevés.
- Le risque sectoriel s'élève à 1,10 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx *Utilities*, retenu comme sous-jacent des activités d'EPS.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre EPS s'établit à 1,85. Son coefficient d'illiquidité en bourse²⁹ est de 2,19.

²⁸ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau d'endettement (cible) retenu et est calculé automatiquement.

²⁹ Le coefficient d'illiquidité dans Trival® tient compte du flottant en masse et des montants absorbables (volumes échangeables dans une variation de +/- 1% du cours de la société).

Sur la base de la moyenne 3 mois au 23 mars 2018, le coût des fonds propres pour une société de risque moyen (coefficient de risque de 1) et de liquidité moyenne (coefficient d'illiquidité de 1) s'établit à 6,42% après impôt³⁰.

Après application des coefficients propres à EPS (coefficient de risque de 1,85 et coefficient d'illiquidité de 2,19) aux paramètres de marché, le coût des fonds propres après impôt d'EPS s'établit à 13,10%. Le Tableau 10 indique l'impact sur le coût des fonds propres d'EPS de l'effet risque et de l'effet liquidité.

Tableau 10
Coût des fonds propres après impôt d'EPS au 23 mars 2018

		Moyenne 3 mois au 23-mars-18	Paramètres spécifiques EPS
Coût des fonds propres	Coût des fonds propres du marché	6,42%	6,42%
	Impact du risque de EPS	(6,12% x (1,85-1))	5,22%
	Impact de la liquidité de EPS	(1,23% x (2,19-1))	1,47%
	Coût des fonds propres après impôt d'EPS		13,10%

Sources : Associés en Finance

Au 23 mars 2018, la valorisation d'EPS par la méthode *DCF to Equity* aboutit aux résultats présentés dans le Tableau 11.

Tableau 11
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 23 mars 2018

		Coût des fonds propres				
		-1%	-0,50%	3M	+0,5%	+1%
		12,10%	12,60%	13,10%	13,60%	14,10%
Valeur de l'action EPS	Prix de l'action DCF to Equity	11,3 €	10,7 €	10,10 €	9,6 €	9,1 €
	Offre			9,5 €		
	Prime par rapport au cours	(15,9%)	(11,0%)	(5,9%)	(0,7%)	4,6%

Source : Associés en Finance

L'évaluation d'EPS par la méthode *DCF to equity*, sur la base de la moyenne sur 3 mois au 23 mars 2018 du coût des fonds propres après impôt s'établit à 10,10 €. Le prix d'Offre extériorise une décote de -5,9% par rapport à cette valorisation.

Analyse de sensibilité de la valorisation obtenue aux paramètres-clés

Le plan d'affaires d'EPS, qui suppose le passage d'un chiffre d'affaires de 9,9 M€ à plus de 100 M€ en seulement trois ans, et la capacité à générer une marge d'EBITDA élevée dès 2020, illustre l'aspect *start-up* d'EPS, et le risque d'exécution qui y est attaché.

Dans ce contexte, Associés en Finance a simulé l'impact d'un décalage dans le temps de la réalisation de ce plan d'affaires : les résultats du Tableau 12 illustrent le fait que le prix par action EPS serait sensiblement impacté en cas de décalage de l'année de réalisation des objectifs de fin de plan

³⁰ Il intègre une prime de risque de 6,12 % par unité de risque et une prime d'illiquidité de 1,23% par unité de liquidité.

d'affaires. Cet effet serait compris entre -1 € et -1,6 € par action selon le nombre de mois de décalage (12 ou 24 mois) par rapport au plan d'affaires initial. Comme il est précisé plus haut, la possibilité de prendre part à des projets de grande ampleur grâce à un partenariat industriel et générer ainsi une forte croissance à court-terme, constitue un enjeu majeur pour la Société.

Tableau 12
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 23 mars 2018

		Décalage du plan d'affaires		
Valeur de l'action EPS		BP initial	2021	2022
	<i>Cout du capital</i>	13,10%	13,10%	13,10%
	Prix de l'action DCF to Equity	10,10 €	9,1 €	8,5 €
	Offre	9,5 €		
	Prime par rapport au cours	(5,9%)	4,3%	12,0%

Source : Associés en Finance

V. Analyse des travaux de l'établissement présentateur

Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société.

V.A. Méthodologies d'évaluation écartées par l'établissement présentateur

Portzamparc a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué et par actualisation des dividendes. En revanche, Associés en Finance a choisi d'écarter la méthode analogique d'évaluation par les comparables boursiers que Portzamparc retient à titre indicatif.

Au-delà de cette différence, l'établissement présentateur retient les trois mêmes approches qu'Associés en Finance pour l'évaluation multi-critères d'EPS : l'analyse des cours de bourse, les transactions récentes ayant eu lieu sur le capital de la Société et l'actualisation des flux prévisionnels. De même, la valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers, la valorisation par les transactions comparables et l'approche par les objectifs de cours des analystes sont présentées à titre indicatif seulement.

V.B. Détail des valorisations

Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

Portzamparc établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base des éléments disponibles au 26 mars 2018, tout comme l'a fait Associés en Finance.

- Portzamparc comme Associés en Finance retiennent un calcul du nombre de titres EPS en hypothèse de dilution totale.
- Les montants de dette brute et de trésorerie au 31 décembre 2017 utilisés sont identiques dans les travaux menés par l'établissement présentateur et par Associés en Finance tout comme les provisions pour retraites, et impôts différés de passif, figurant dans les comptes de la Société au 31 décembre 2017.
- En ce qui concerne les reports déficitaires, Associés en Finance comme Portzamparc ont pris en compte dans leurs valorisations les reports déficitaires non activés au bilan sur les activités françaises et italiennes. Portzamparc a calculé la valeur actuelle du stock et l'a intégrée en tant qu'élément de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres. Associés en Finance a pour sa part tenu compte de l'utilisation de ces reports déficitaires dans le cadre de la modélisation des flux de trésorerie disponibles (cf. à ce sujet les commentaires ci-après sur la méthode DCF).

Le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de Portzamparc et qui vient en déduction de la valeur d'entreprise s'établit à 5,8 M€ contre 9,2 M€ pour Associés en Finance. Cet écart est le résultat du mode de traitement des reports déficitaires, sans que ce traitement différent n'ait en lui-même un effet significatif sur la valorisation obtenue.

V.B.1. Méthodes présentées à titre indicatif

Méthode des comparables boursiers

Comme il est précisé en partie IV, la situation économique d'EPS, son *business model*, sa taille et l'absence de rentabilité des sociétés dont l'activité pourrait se rapprocher de celle d'EPS rendent l'application de cette méthodologie peu pertinente à nos yeux.

L'établissement présentateur a retenu un échantillon de 6 sociétés, internationales, cotées et présentes sur le secteur du stockage de l'énergie et plus largement sur le secteur de la gestion et la transformation de l'énergie (ABB, AES, Eaton, SMA, SFC Energy et Voltabox). Portzamparc a retenu les ratios EV/EBITDA et EV/EBIT 2018 et a appliqué ces multiples aux agrégats opérationnels 2018 d'EPS compte tenu de l'absence de rentabilité opérationnelle de la Société sur l'exercice 2017.

Portzamparc s'est par ailleurs référé aux travaux d'Eric-Eugène Grena montrant qu'il est cohérent de tenir compte de la différence entre la taille de la société évaluée et celle de ses comparables. Sur la base de l'échantillon présenté et de la capitalisation boursière d'EPS au 23 janvier 2018, l'établissement présentateur a retenu une décote de taille de -34%.

L'application de cette décote à la valeur implicite des fonds propres d'EPS extériorisée par l'application des multiples, fait ressortir une valeur par action de la Société comprise entre 3,50 € et 3,62 €.

Compte tenu des éléments présentés plus haut (Partie IV), Associés en Finance a choisi de ne pas retenir cette méthodologie d'évaluation.

Méthode des transactions comparables

Portzamparc a retenu un échantillon de 8 transactions comparables sur une période s'étalant de 2014 à 2017. Associés en Finance a pour sa part retenu 6 transactions sur la même période. Les deux échantillons diffèrent principalement sur les trois transactions les plus anciennes retenues par Portzamparc : acquisition de la société suisse Leclanché par Oakridge en décembre 2014 extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 7,1x ; acquisition de Protonex Technology par Ballard Power Systems en mai 2015 extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 2,1x et l'acquisition par Total en mai 2016 de Saft Groupe faisant ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 1,3x.

Associés en Finance a jugé les deux premières transactions mentionnées ci-dessus moins pertinentes compte tenu des disparités pouvant exister entre les activités d'EPS et celles des sociétés examinées. La transaction ayant eu lieu sur Saft a été écartée en raison, d'une part, des disparités avec les activités d'EPS et de sa taille, d'autre part (environ 1 Md €).

Associés en Finance a également retenu 2 transactions supplémentaires au-delà des quatre communes : l'introduction de la société française McPhy Energy (fabricant d'équipements de production et de stockage d'hydrogène) au mois de mars 2014, et celle de Voltabox, société productrice de batteries Li-ion allemande au mois d'octobre 2017.

Il ressort de l'échantillon choisi par l'établissement présentateur des multiples EV/CA LTM (*Last Twelve Months*) médians et moyens de 4,0x et 5,0x tandis que le multiple médian EV/CA LTM extériorisé par l'échantillon d'Associés en Finance est de 5,5x et le multiple médian EV/CA NTM (*Next Twelve Months*) de 2,5x. A la différence de Portzamparc, Associés en Finance a utilisé le chiffre d'affaires réalisé sur les douze derniers mois par la Société mais également le chiffre d'affaires estimé 2018. A ce titre, Associés en Finance a donc utilisé des multiples de transactions EV/CA prospectifs.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et Portzamparc (respectivement 6,0 € en valeur centrale pour Associés en Finance et une valeur de 3,9 € pour Portzamparc). Dans les deux cas, ces résultats sont considérés seulement à titre indicatif.

Méthode des objectifs de cours

Portzamparc a choisi de présenter l'analyse des objectifs de cours des analystes seulement à titre indicatif, comme l'a également fait Associés en Finance ; le panel d'analystes est identique et le choix de la moyenne (14,4 €) a été préféré par Portzamparc et par Associés en Finance. Les résultats sont par conséquent identiques.

V.B.2. Méthodes présentées à titre principal

Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par Portzamparc est similaire à celle d'Associés en Finance³¹ à l'exception de l'absence d'utilisation de la moyenne 9 mois comme référence supplémentaire pour l'appréciation du prix de l'Offre. Les calculs ont été établis sur la base des cours au 23 janvier 2018, avant annonce de l'Offre.

Transactions sur le capital de la Société

Portzamparc présente à titre de référence principale, l'acquisition du Bloc de 56,09% du capital de la Société au prix de 9,50 € par action. Associés en Finance retient également cette référence, mais présente également deux autres transactions : l'introduction en bourse de la Société au prix de 7,30 € par action au mois d'avril 2015, et l'augmentation de capital par placement privé s'étant déroulée au mois de décembre 2015, au prix de 6,80 € par action.

Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Portzamparc a utilisé les éléments ressortant du plan d'affaires de la Société pour établir sa valorisation, comme l'a fait Associés en Finance.

L'établissement présentateur a prolongé les estimations du plan d'affaires après 2021 jusqu'en 2027 afin de pouvoir refléter la croissance du marché, et a déterminé une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé le modèle Trival®. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2052.

Les paramètres normatifs estimés par Portzamparc d'une part, et les paramètres de prolongation utilisés par Associés en Finance d'autre part, sont assez proches en ce qui concernent les hypothèses de taux de croissance à long terme, de marge opérationnelle et d'investissements et semblables concernant le BFR. Ils diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- Portzamparc fait l'hypothèse d'un taux de croissance à l'infini de +2%. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance moyenne sur la période 2020-2025 de +10% reflétant à la fois la croissance du marché des énergies « vertes » (éolienne et solaire) et des parts de marché de la Société. La croissance de la Société tend ensuite vers un taux de croissance de +1,5% en toute fin de modélisation. Ces hypothèses se traduisent par un taux de croissance moyen observable sur l'ensemble de la période de prévision de +4%.
- La marge d'EBITDA cible estimée par Portzamparc en fin de période d'extrapolation (20%) est supérieure au niveau moyen observable sur l'échantillon de comparables.

³¹ Il peut néanmoins subsister de très légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée ou la méthode d'ajustement des dividendes.

La marge d'EBITDA retenue par Associés en Finance décroît progressivement conformément aux principes du modèle Trival® jusqu'à atteindre un niveau de 17% en toute fin de modélisation (2052). Ce niveau a été déterminé en fonction du niveau moyen observé au sein d'un échantillon de sociétés du secteur (cf. Partie IV). En moyenne, la marge d'EBITDA prévue par Associés en Finance dans sa modélisation (21%) est légèrement supérieure à l'hypothèse de l'établissement présentateur, et plus élevée dans les premières années de la modélisation.

- Portzamparc fait l'hypothèse d'une convergence des amortissements et des investissements vers un taux normatif de 8%, en ligne avec la moyenne observée sur les deux dernières années du plan d'affaires. Le niveau d'investissements retenu par Associés en Finance décroît progressivement conformément à la réduction de la croissance générée par la Société jusqu'à atteindre un niveau normatif sectoriel en toute fin de modélisation (2052). Ce niveau a été déterminé en fonction du niveau moyen observé au sein d'un échantillon de sociétés du secteur (cf. Partie IV). En moyenne le taux d'investissements exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires s'établit à 7%.
- La valorisation des reports déficitaires non activés au bilan d'EPS a été intégrée en tant qu'élément de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres par Portzamparc contrairement à Associés en Finance qui, pour la méthode d'actualisation des flux prévisionnels, a intégré l'utilisation des déficits reportables directement dans sa modélisation de flux. Cette différence de mode de traitement des reports déficitaires a peu d'impact sur les résultats de la valorisation.
- Portzamparc retient comme date de référence de ses calculs la date du 23 janvier 2018, avant annonce de l'acquisition d'EPS par Engie. Associés en Finance présente pour sa part ses calculs sur la base des conditions de marché plus proches de la date de dépôt de l'Offre.
- Les travaux de Portzamparc aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 13,63%, sur la base d'un taux sans risque de 0,74% (moyenne 3 mois de l'OAT 10 ans), d'une prime de risque de marché (moyenne 3 des primes de marché actions Bloomberg au 23 janvier 2018) de 8,72%, d'un Bêta de l'actif de 1,15 issu des travaux d'Aswath Damodaran sur le secteur *Electrical Equipment* et d'une prime de risque pays de 5,23% (en référence aux pays auxquels est exposée la Société dans son carnet de commandes). Dans le cadre de sa modélisation *DCF to Equity*, Associés en Finance se base sur l'utilisation de ses propres primes de marchés et de sa méthodologie de calcul du risque spécifique et de la liquidité des sociétés. A ce titre, sur la base d'une moyenne sur trois mois (au 23 mars 2018) du coût des fonds propres du marché, Associés en Finance extériorise un coût des fonds propres après impôt d'EPS de 13,10%.

En définitive, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie s'élève à 10,10 € en valeur centrale, soit un niveau supérieur à la valorisation moyenne de Portzamparc (7,83 € en valeur centrale).

V.C. Résultats comparés

Tableau 13
Comparaison des valorisations de l'action EPS obtenues par Associés en Finance et l'établissement présentateur

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 Portzamparc
Examen des cours de bourse	Décote offerte par l'Offre de -16,7% par rapport au cours de clôture du 23 janvier 2018 Décotes comprises entre -25% et -10% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, 6 mois, 9 mois et 12 mois au 23 janvier 2018	Décote offerte par l'Offre de -16,7% par rapport au cours de clôture du 23 janvier 2018 Décotes comprises entre -25% et -10% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, 6 mois, et 1 an au 23 janvier 2018
Transactions sur le capital	Les transactions sur le capital d'EPS (introduction en bourse, augmentation de capital et achat de blocs par Engie) ont eu lieu à des prix par action compris entre 6,8 € et 9,5 €, extériorisant des primes comprises entre 0% et 39,7%	Portzamparc retient comme référence l'achat de blocs par Engie au prix de 9,5 € par action. L'introduction en bourse ainsi que les augmentations de capital sont retenues à titre informatif
Actualisation des flux prévisionnels	Valeurs comprises entre 8,5 € et 11,3 € pour la valeur par action d'EPS sur la base de l'évaluation par DCF. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des décotes et primes comprises entre -15,9% et 12%	Valeurs comprises entre 7,2 € et 8,5 € pour la valeur par action d'EPS sur la base de l'évaluation par DCF. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 12% et 31,8%
Analyse des objectifs de cours (à titre indicatif)	Le prix d'Offre fait ressortir une décote de -34,0% par rapport à la moyenne des objectifs de cours retenue (14,4 €)	Le prix d'Offre fait ressortir une décote de -34,0% par rapport à la moyenne des objectifs de cours retenue (14,4 €)
Transactions comparables (à titre indicatif)	Valeur centrale par action de 6 € sur la base des multiples médians EV/CA LTM et NTM, soit une prime de 58 %	Valeur par action de 3,9 € sur la base du multiple EV/CA LTM médian soit une prime de 143,6%
Comparables boursiers (à titre indicatif)	Associés en Finance n'a pas retenu cette approche de valorisation	Valeur par action comprise entre 3,5 € et 3,6 € sur la base des multiples EV/EBITDA et EV/EBIT 2018, soit des primes comprises entre 162,4% et 171,4%

Source : Associés en Finance

NB : LTM (Last Twelve Months), NTM (Next Twelve Months)

VI. Conclusion d'Associés en Finance (en date du 28 mars 2018)

Le 22 janvier 2018, le Conseil d'Administration d'EPS a nommé Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat initiée par GDF International sur les actions EPS au prix de 9,50 € par action payable en numéraire.

L'intervention d'Associés en Finance est fondée sur l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF.

Les résultats de la valorisation multi-critères d'EPS réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 14.

Tableau 14
Valorisation de l'action EPS par Associés en Finance et primes et décotes extériorisées³²

		Valeur par action (€) prime / Décote induite	
Cours de bourse au 23 janvier 2018	Cours de clôture	11,40 €	(16,7%)
	Moyenne 20 jours	12,08 €	(21,4%)
	Moyenne 60 jours	12,61 €	(24,7%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	11,70 €	(18,8%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	11,16 €	(14,9%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	10,61 €	(10,5%)
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	DCF to Equity - borne haute	11,30 €	(15,9%)
	DCF to Equity - valeur centrale	10,10 €	(5,9%)
	DCF to Equity - borne basse	8,48 €	12,0%
Transaction sur le capital	Introduction en bourse	7,30 €	30,1%
	Augmentation de capital - décembre 2015	6,80 €	39,7%
	Achat de blocs par Engie	9,50 €	-
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif le plus bas	9,50 €	-
	Valeur moyenne des objectifs de cours	14,40 €	(34,0%)
	Objectif le plus haut	18,00 €	(47,2%)
Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	Mutiple EV / CA LTM et NTM	6,01 €	58,0%

Source : Associés en Finance

L'Offre d'Engie au prix de 9,50 € par action s'inscrit dans un contexte inhabituel, puisque le prix d'Offre s'établit à un niveau sensiblement inférieur au cours coté d'EPS, tout au moins si l'on considère le cours entre mi-septembre 2017 et le dernier cours coté, le 23 janvier 2018, avant l'annonce de l'Offre.

Le prix d'Offre extériorise à l'inverse des primes significatives pour les investisseurs s'étant positionnés sur le titre avant septembre 2017. Le cours a en effet connu un emballement rapide

³² La transaction sur le capital de la Société intervenue le 8 août 2017 n'est pas mentionnée en tant que référence de valorisation dans ce tableau dans la mesure où les conditions d'émissions avaient été définies antérieurement et approuvées par l'Assemblée Générale du 21 juin 2016.

depuis l'automne 2017, qui s'est accompagné d'une explosion de sa volatilité, le titre ayant enregistré des mouvements fortement haussiers (+69% entre le 13 septembre et le 1^{er} novembre 2017), mais aussi des mouvements nettement baissiers, notamment au mois de novembre 2017, au cours duquel le cours a reculé en quelques semaines de -32%. Les mouvements erratiques du titre laissent supposer des phénomènes de sur-réaction.

Les conclusions d'Associés en Finance sur l'équité du prix d'Offre tiennent compte des considérations suivantes :

EPS a connu depuis son introduction en bourse en avril 2015 des changements majeurs dans le niveau et la composition de son chiffre d'affaires et de son carnet de commandes, et intervient aujourd'hui dans un environnement porteur.

Pour autant, elle demeure dans un stade de développement proche de celui d'une *start-up*, et continue, dans sa situation actuelle, de générer des *cash-flows* nettement négatifs. Elle a donc dû recourir à plusieurs augmentations de capital pour financer sa croissance, qui ont été complétées en 2017 par le financement obtenu auprès de la BEI.

Pour mener à bien ses objectifs de croissance, EPS a l'intention de se renforcer dans les activités de Développement de Projets (*Project Development*), soutenues par des partenariats industriels. Ces activités de Développement de Projets constitue un métier encore nouveau pour la Société, initié au cours du premier semestre 2017, qui représente un enjeu majeur pour permettre au groupe d'atteindre ses objectifs 2020.

Cette situation, caractérisée par des perspectives de croissance élevées, pour autant qu'elles s'appuient sur des soutiens financiers et des partenaires industriels, a conduit le Groupe à chercher à faire évoluer sa structure capitalistique. Le groupe Engie a été retenu à l'issue d'un processus de cession compétitif, pour acquérir une participation majoritaire dans EPS, à un prix de 9,50 € par action.

Les actionnaires minoritaires se voient proposer, dans le cadre de la présente Offre Publique, un prix de 9,50 € par action, identique à celui obtenu par les actionnaires de référence de la Société et ses managers dans le cadre de la cession de leurs parts intervenue préalablement à l'Offre, qui ont accompagné le groupe dans son développement et en mesurent les forces, les faiblesses et les perspectives.

Le prix de 9,50 € par action s'inscrit dans la fourchette des valorisations obtenues par Associés en Finance par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire, qui repose sur le plan d'affaires de la Société, dont les conditions de réalisation demeurent, au stade de développement actuel d'EPS, assorties d'un degré d'aléa important. La fourchette de valorisation obtenue par Associés en Finance s'établit entre 8,5 € et 11,3 €. Le prix d'Offre fait ressortir ainsi une prime de +12,0% par rapport à la fourchette basse de cette valorisation et une décote de -15,9% par rapport à la fourchette haute. Le prix d'Offre s'inscrit à un niveau sensiblement supérieur à celui qui ressort de la comparaison avec les transactions qui ont eu lieu dans le secteur.

L'Offre au prix de 9,50 € par action est une offre facultative pour les actionnaires, qui ont le choix entre monétiser immédiatement leur investissement, dans le contexte d'un marché boursier par ailleurs moins favorable depuis plusieurs semaines, ou de conserver une exposition au risque et au développement de la société.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à valider l'équité du prix proposé, notamment du fait du caractère facultatif de l'Opération pour les actionnaires minoritaires.

VII. Annexe 1 : addendum au rapport d'expertise au regard de la modification du projet d'Offre

VII.A. Analyse de l'Offre sur les BSA

VII.A.1. Contexte de l'Offre sur les BSA

Le 30 avril 2017, EPS a conclu avec la Banque Européenne d'Investissement (BEI) un financement *equity-linked* garanti par le Fonds Européen pour les Investissements Stratégiques sur 5 ans pour un montant maximum de 30 M€. Le prêt comporte trois tranches de 10 M€ et la première tranche de prêt (10 M€) a été tirée à la fin du mois de juin 2017. Cette première tranche ne porte pas intérêt, et des Bons de Souscription d'Actions (BSA) ont été attribués à la BEI en contrepartie du prêt. Ces BSA sont exerçables dès le 1^{er} juillet 2017 mais ne sont pas transférables par la BEI pendant la durée du financement et donne lieu à des promesses : il est en effet prévu des options croisées (options d'achat et de vente pour ces BSA auprès d'EPS Elvi Energy S.r.l, filiale d'EPS)³³.

En cas d'un changement de contrôle, la BEI peut procéder à l'annulation des tranches de prêts non allouées et demander un remboursement anticipé du prêt.

Suite à l'acquisition des blocs de contrôle d'EPS par GDF International / Engie, la BEI a exercé cette clause de changement de contrôle, et a demandé le remboursement anticipé de la première tranche de prêt de 10 M€ à EPS et l'annulation des deux autres tranches non encore tirées. Simultanément, l'option de vente devenait exerçable, aux termes de laquelle la BEI pouvait vendre ses BSA à EPS Elvi Energy.

Le 9 mai 2018, les différentes parties prenantes se sont accordées sur les conditions de la mise en œuvre de ce remboursement. Compte tenu de l'impossibilité à date pour la Société d'acquérir seule les BSA conformément aux accords initiaux, la Société et la BEI ont conclu un accord de renonciation libérant la BEI et la Société de leurs promesses réciproques (promesse de vente et promesse d'achat). Ainsi, le Conseil d'Administration de la Société, réuni le 9 mai 2018, s'est prononcé sur le remboursement anticipé, et une dérogation a été mise en place pour permettre la transférabilité des BSA de la BEI à Engie. Du fait de cette transférabilité, l'Offre qui ne portait initialement que sur les actions ordinaires, a été modifiée et porte aussi sur ces BSA, à un prix de 9,30 € par BSA, soit le prix d'Offre sur les actions ordinaires dont est déduit le prix d'exercice de 0,20 € par BSA.

Simultanément, la BEI a accepté un allongement de 30 jours (délai initialement prévu dans le contrat de financement) à 120 jours du délai de remboursement du prêt de 10 M€. Pour procéder à ce remboursement anticipé, la Société explore les options permettant de déterminer les solutions de financement assurant au mieux le respect des intérêts de la Société et de l'ensemble de ses actionnaires. A ce jour, la principale solution envisagée consisterait en une augmentation de capital de la Société avec maintien des droits préférentiels de souscription, à laquelle l'Initiateur participerait. Il n'est pas envisagé d'opération ayant pour effet d'augmenter la participation de l'Initiateur au capital de la Société sans proposer aux autres actionnaires de participer à une telle opération. Des éléments d'analyse de l'impact de cette opération potentielle sont présentés en section VII.B. Les accords du 9 mai 2018 prévoient qu'Engie se portera garant auprès de la BEI du remboursement anticipé à hauteur de sa participation à date dans le capital d'EPS.

³³ Compte tenu de l'impossibilité pour la BEI de devenir actionnaire de la Société, il était prévu un Contrat d'Option d'Achat et de Vente avec EPS Elvi Energy S.r.l afin de garantir la réalisation de la valeur sous-jacente des BSA. Aux termes de l'option de vente, la BEI peut vendre les BSA à EPS Elvi Energy S.r.l à partir de la date à laquelle est remboursable la première tranche du prêt (sous réserve d'une limite de 20M€). Aux termes de l'option d'achat, EPS Elvi Energy S.r.l peut racheter les BSA à la BEI dès lors que l'ensemble des montants dus du financement sont remboursés ou annulés (sous réserve d'un prix minimum de 10M€).

VII.A.2. Appréciation du prix offert par BSA

Les BSA détenus par la BEI étant exerçables et désormais visés par l'Offre, ils doivent faire l'objet, au même titre que les actions de la Société, d'une valorisation dans le cadre de la présente attestation d'équité. Le prix d'Offre proposé par GDF International à la BEI pour l'acquisition de ses BSA s'établit à 9,30€ par BSA.

Les principales caractéristiques des BSA sont les suivantes :

- Date d'émission : 27 juin 2017 ;
- Date d'échéance des bons : 27 juin 2037 ;
- Nombre de BSA émis : 660 513 ;
- Prix de souscription à l'émission : 0,01 € ;
- Prix d'exercice unitaire : 0,2 € ; les BSA détenus par la BEI sont donc largement dans la monnaie.

Les BSA sont exerçables depuis le 1er juillet 2017. Le modèle d'évaluation utilisé est le modèle de Black & Scholes, qui nécessite la détermination des paramètres suivants : le cours de l'action sous-jacente, le taux d'intérêt sans risque, le taux de rendement et la volatilité du sous-jacent. Il convient de noter que les hypothèses sous-tendant le modèle de Black & Scholes (et notamment les possibilités d'arbitrage) ne sont qu'imparfaitement remplies, s'agissant d'options de maturité très longue et de BSA non cotés.

Le cours de l'action sous-jacente

Associés en Finance retient deux références : d'une part, le prix de 9,5 € proposé par Engie dans le cadre de la présente Offre et le cours moyen pondéré des volumes sur 60 jours de bourse (10,42 €) au 27 avril 2018, d'autre part.

Le taux d'intérêt sans risque

Le taux sans risque utilisé reflète la durée de vie restante de l'option. Au 27 avril 2018, cette durée était de 19,2 années. Le taux sans risque retenu a été calculé par interpolation entre le taux des OAT de maturité 15 ans et le taux des OAT de maturité 20 ans³⁴ en moyenne sur 60 jours au 27 avril 2018. Il s'établit à 1,33%.

Le niveau de volatilité

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité du titre. Compte tenu du fait que les BSA ne sont pas cotés, il n'est pas possible d'induire de volatilité implicite de l'action. La volatilité de l'action EPS est donc appréciée au regard de sa volatilité historique.

Celle-ci a été calculée sur la base de rentabilités quotidiennes, sur une période de 12 mois (38,6%), 9 mois (41,5%) et 6 mois (47,3%) arrêlée avant l'annonce de l'Offre (au 23 janvier 2018).

Conclusion sur l'Offre sur les BSA

Au 27 avril 2018, l'utilisation de la méthode de Black & Scholes valorise un BSA à 9,35 €, pour une volatilité à 38,6% et un cours du sous-jacent à 9,5 € (Prix d'Offre), et à 10,27 € sur la base d'un cours

³⁴ Source Bloomberg

du sous-jacent à 10,42 € (cours moyen pondéré des volumes sur 60 jours de bourse au 23 avril 2018). Le niveau de volatilité retenu a peu d'influence sur les résultats.

Le Tableau 15 met en exergue les différents résultats issus de la valorisation des BSA EPS par la méthode de Black & Scholes au 27 avril 2018.

Tableau 15
Synthèse de la valorisation intrinsèque des BSA BEI au 27 avril 2018

		Valorisation de référence de l'action EPS	
Volatilité		9.50 €	10.42 €
	38.6%	9.35 €	10.27 €
	41.5%	9.35 €	10.27 €
	47.3%	9.36 €	10.28 €

Source : Bloomberg, Associés en Finance

L'offre faite à la BEI d'acquisition à 9,3 € par BSA sur la base d'un prix d'Offre de 9,50 € par action EPS, extériorise une légère décote par rapport à leur valorisation intrinsèque (cf. Tableau 15). En particulier, sur la base de la référence au prix d'Offre sur les actions ordinaires, la BEI, unique porteur des BSA visés par l'Offre, qui a annoncé avoir l'intention d'apporter ses BSA à l'Offre, concrétise la valeur intrinsèque de ses BSA mais renonce à leur valeur temps : le prix de 9,3 € correspond par transparence au gain réalisé par le porteur de BSA (i.e. la BEI) qui exercerait ses BSA et apporterait à l'Offre sur les actions les actions EPS ainsi obtenues.

En conclusion, la BEI, unique détentrice des BSA, se voit proposer, comme les actionnaires actuels d'EPS, un prix pour ses BSA dans le cadre d'une Offre à laquelle elle est libre d'apporter ses bons, et dans des conditions financières équivalentes, par transparence, au prix obtenu par les actionnaires de référence et au prix offert dans le cadre de l'Offre aux actionnaires. Ce prix offert pour les BSA respecte ainsi l'égalité de traitement entre les différents porteurs de titres émis par la Société (actions et BSA) et est équitable au regard des éléments qui précèdent.

VII.A.3. Analyse des travaux de valorisation des BSA détenus par la BEI menés par la banque présentatrice

Comme Associés en Finance, l'établissement présentateur a appliqué la méthode de Black & Scholes pour valoriser les BSA de la BEI. Certains paramètres retenus pour la valorisation dans les travaux de Portzamparc diffèrent de ceux utilisés par Associés en Finance :

- Portzamparc, tout comme Associés en Finance a pris en compte dans ses travaux le prix d'Offre de 9,5 € proposé par Engie aux porteurs d'actions EPS. Associés en Finance a également retenu le cours moyen pondéré des volumes sur 60 jours au 27 avril 2018 (10,42 €) ;
- Portzamparc utilise une volatilité historique de l'action EPS de 30%. Associés en Finance s'est également référé à une volatilité historique, qui s'élève dans ses calculs à 38,6% (volatilité 12 mois au 23 janvier 2018).
- Le taux d'intérêt utilisé par Portzamparc s'établit à 1,36%, tandis que celui utilisé par Associés en Finance s'établit à 1,33%.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et Portzamparc (respectivement 9,35 € et 10,27 € pour Associés en Finance et une valeur de 9,36 € pour Portzamparc). Dans les deux cas, ces résultats sont légèrement supérieurs au prix d'Offre pour un BSA, mais il convient de rappeler que ce prix d'Offre à 9,30 € par BSA correspond par transparence au prix offert aux détenteurs d'actions (9,50 € par action).

VII.B. Analyse des conséquences potentielles de l'exercice par la Banque Européenne d'Investissement de la clause de changement de contrôle

Comme indiqué en section VII.A.1, la BEI a exercé la clause de changement de contrôle qui existait dans son contrat de financement d'EPS et a demandé le remboursement anticipé de la première tranche du prêt qu'elle avait accordé à EPS. Cette première tranche à rembourser s'élève à 10 M€. Le 9 mai 2018, les différentes parties prenantes se sont accordées sur les conditions de ce remboursement. Compte tenu des accords négociés entre la Société et la BEI, la BEI a accepté un allongement de 30 à 120 jours du délai de remboursement du prêt de 10 M€. Par ailleurs, les deux tranches additionnelles de 10 M€ ne pourront être tirées. Ainsi, pour procéder à ce remboursement anticipé et pour palier l'annulation des deux autres tranches de prêt, la Société étudie les options de financement permettant d'assurer au mieux le respect des intérêts de la Société et de l'ensemble de ses actionnaires. A date, la principale option envisagée serait une augmentation de capital avec maintien des droits préférentiels de souscription, à laquelle l'Initiateur participerait. Il n'est pas envisagé d'opération ayant pour effet d'augmenter la participation de l'Initiateur au capital de la Société sans proposer aux autres actionnaires de participer à une telle opération. Dans le cadre des accords signés le 9 mai 2018 entre les différentes parties, Engie s'est portée garant auprès de la BEI du remboursement anticipé à hauteur de sa participation à date dans le capital d'EPS.

La décision de lancer une augmentation de capital, qui interviendrait après la clôture de l'Offre et avant la fin du délai de remboursement accordé par la BEI, n'a pas encore été formellement décidée par le conseil d'administration de la Société. Le prix d'émission serait déterminé en fonction des conditions de marché. Le montant brut de l'Augmentation de Capital pourrait être compris entre 10 M€ (montant de la première tranche de l'emprunt BEI qui doit être remboursé dans le délai de 120 jours) et environ 30 M€, en remplacement du prêt qui avait été accordé par la BEI.

L'Initiateur a assuré la Société de son soutien pour participer au refinancement de la première tranche et envisage ainsi, en cas de réalisation de l'Augmentation de Capital, de souscrire à hauteur des droits qu'il détiendra à l'issue de l'Offre³⁵ et à titre libre pour un montant permettant d'assurer le succès de l'opération³⁶.

Les calculs ci-dessous s'attachent à présenter l'impact potentiel pour les actionnaires d'EPS d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour couvrir le remboursement anticipé. Il s'agit d'un calcul illustratif dans la mesure où, à la date du présent rapport modifié, aucun élément définitif n'a été arrêté sur le mode de financement du remboursement anticipé.

Les calculs ci-dessous reposent sur l'hypothèse théorique d'une augmentation de capital de 10 M€ avec maintien des droits préférentiels de souscription, à un prix d'émission de 9,50 € par action, identique au prix d'Offre³⁷. Deux calculs alternatifs sont également présentés, en faisant varier le montant de l'augmentation de capital à 20 et 30 M€.

A la date de dépôt de l'Offre initiale, le capital de la Société était composé de 8 703 459 titres. Une augmentation de capital de 10 M€ correspondrait, à un prix d'émission de 9,50 € par action, à la création de 1 052 632 actions, portant le nombre d'actions post augmentation de capital à 9 756 091 actions. Il serait donc émis 1 action nouvelle pour environ 8,27 actions anciennes.

³⁵ A l'issue de l'Offre et compte tenu de l'acquisition et de l'exercice des BSA de la BEI, l'Initiateur de l'Offre devrait détenir au moins 5 542 712 actions représentant 57,88% du capital et des droits de vote de la Société sur une base entièrement diluée composée de 9.575.852 actions.

³⁶ A ce jour, la souscription de l'Initiateur pour un montant supérieur à 10 M€ reste soumise aux procédures internes d'approbation au sein du groupe Engie.

³⁷ Comme indiqué ci-dessus, le prix d'émission serait déterminé en fonction des conditions de marché au moment du lancement de l'augmentation de capital.

Au moment de l'émission, l'actionnaire d'EPS recevra gratuitement des droits préférentiels de souscription (ci-après « **DPS** ») à hauteur de sa quote-part au capital et de la parité entre actions nouvelles et actions anciennes. Il aura alors le choix entre :

- Céder ses actions sur le marché et ses droits préférentiels de souscription ;
- Conserver ses actions (droit détaché) et céder ses droits préférentiels de souscription ;
- Conserver ses actions (droit détaché), et souscrire à l'augmentation de capital à 9,50 € par action nouvelle, en exerçant gratuitement ses DPS.

D'un point de vue théorique, au moment du détachement du DPS, ces choix sont neutres en terme patrimonial pour l'ancien actionnaire d'EPS, puisque le principe même des DPS est de compenser pour l'ancien actionnaire la dilution potentielle entraînée par l'émission de nouveaux titres à un prix différent du cours de bourse.

La neutralité, pour l'ancien actionnaire, de l'augmentation de capital avec DPS, suppose toutefois que leur prix s'établisse en fonction des caractéristiques théoriques décrites, et qu'il n'y ait pas, pendant la période de leur cotation, d'éléments susceptibles de faire varier significativement leur valeur (mouvements généraux sur les marchés actions, déséquilibre offre / demande sur les DPS, liquidité limitée, etc.).

Plus fondamentalement, l'impact de l'augmentation de capital pour l'actionnaire d'EPS sera fonction de l'effet sur la valeur intrinsèque de la société de cette augmentation de capital, qui viendra modifier son endettement net, sa structure financière et le nombre d'actions à rémunérer.

Pour illustrer cet impact, Associés en Finance a :

- Recalculé la valeur intrinsèque des actions de la société EPS à la date du 27 avril 2018, en gardant inchangées les hypothèses utilisées lors de la valorisation présentées en section IV.C.4 (cf. Tableau 11) ; toutefois, compte-tenu de l'évolution des primes de marché constatées entre la date d'émission du rapport d'expertise initiale et le 27 avril 2018, le coût des fonds propres pour EPS, en hypothèse centrale (sur la base des primes de marché sur les trois mois précédents), est passé de 13,1% à 13,57%, et la valeur centrale présentée dans le Tableau 11 est passée de 10,1 € à 9,75 € par action³⁸.
- Pris en compte l'impact sur la structure bilancielle d'EPS d'augmentations de capital supposées de 10, 20 et 30 M€ : si, à court terme, le remboursement anticipé de la tranche de 10 M€ du prêt octroyé par la BEI ne peut pas être couvert par la trésorerie de la Société au 31 décembre 2017, le financement de ce remboursement anticipé par une augmentation de capital de même montant conduirait en définitive à une amélioration, plus ou moins significative selon le montant de l'opération, de la structure financière de la Société, comme l'illustre le Tableau 16.

³⁸ Il est à noter que cette évolution n'est en rien liée à la prise en compte des effets de l'Offre sur EPS mais seulement à l'effet de l'évolution des marchés financiers. La rémunération exigée pour le risque s'est en effet accrue sur cette période.

Tableau 16
Impact théorique sur l'endettement d'EPS (sur la base des comptes à fin 2017)

	Fin 2017	Proforma du remboursement anticipé de 10 M€	Post augmentation de capital de 10 M€	Post augmentation de capital de 20 M€	Post augmentation de capital de 30 M€
Dettes financières brutes	16,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Trésorerie et équivalents	(4,2)	0,0	-4,2	-14,2	-24,2
Besoins de financement court terme		5,8	-	-	-
Dette financière nette	12,3	12,3	2,3	(7,7)	(17,7)

Source : Associés en Finance

- Recalculé le profil de flux disponibles pour les actionnaires après ces opérations : la baisse de la dette financière nette permettrait une remontée de dividendes aux actionnaires plus rapide dans le temps que dans la structure actuelle.
- Enfin, recalculé la valeur par action compte tenu des nouvelles actions créées, l'ensemble des calculs étant menés en supposant que l'augmentation de capital est souscrite à 100% .

Pour le calcul présenté ci-dessous, il est pris en compte l'hypothèse que le cours de l'action EPS avant détachement des DPS sera égal au cours moyen pondéré par les volumes calculé au 27 avril 2018, soit 10,42 € par action.

Post augmentation de capital, la valeur par action du *DCF to equity* diminue légèrement, compte tenu d'un prix d'émission un peu inférieur à la valeur intrinsèque déterminée pré augmentation de capital. Cette valeur diminue d'autant plus que le nombre d'actions émises à 9,5 € est important. L'actionnaire récupère toutefois la valeur de ses DPS. Par solde, le calcul aboutit à un impact très légèrement négatif (en comparant la valeur intrinsèque avant opération et la valeur intrinsèque post opération y compris prise en compte de la valeur des DPS). Toutefois, cet impact est calculé en supposant que le coût des fonds propres demeure inchangé avant et après augmentation de capital, ce qui constitue une hypothèse basse, compte tenu de l'amélioration de la structure financière induite par l'augmentation de capital qui conduirait à une baisse du risque en fonds propres attaché au titre. A ce titre, Associés en Finance a estimé quelle serait la baisse du coût des fonds propres d'EPS en fonction des différents scénarios d'augmentation de capital (10, 20 ou 30 M€). Ces calculs aboutissent cette fois à un impact légèrement positif pour l'actionnaire comme le montre le Tableau 17.

Tableau 17
Impact théorique sur la valeur pour l'actionnaire

	Augmentation de capital de 10 M€	Augmentation de capital de 20 M€	Augmentation de capital de 30 M€
Prix par action avant détachement des DPS	10,42 €	10,42 €	10,42 €
Montant de l'augmentation de capital	10 000 000 €	20 000 000 €	30 000 000 €
Prix d'émission	9,50 €	9,50 €	9,50 €
Nombre d'actions avant émission	8 703 459	8 703 459	8 703 459
Nombre d'actions créées	1 052 632	2 105 263	3 157 895
Cours théorique post détachement des DPS	10,32 €	10,24 €	10,18 €
Valeur des DPS (1)	0,10 €	0,18 €	0,24 €
Valeur intrinsèque par action (2) <i>(hypothèse centrale DCF, valeur au 27/04/2018), avant augmentation de capital</i>	9,75 €	9,75 €	9,75 €
Valeur intrinsèque post augmentation de capital (3) <i>(fourchette basse, sans baisse du coût des fonds propres)</i>	9,58 €	9,36 €	9,21 €
Valeur totale pour l'actionnaire (4) = (1) + (3) <i>(valeur intrinsèque post augmentation de capital + valeur des DPS)</i>	9,68 €	9,54 €	9,45 €
Impact par action pour l'actionnaire (5) = (4) - (2) <i>(Fourchette basse, sans tenir compte de l'effet positif de la baisse attendue du coût des fonds propres)</i>	-0,07 €	-0,21 €	-0,30 €
Valeur intrinsèque post augmentation de capital (6) <i>(fourchette haute, baisse du coût des fonds propres)</i>	9,67 €	9,99 €	10,17 €
Valeur totale pour l'actionnaire (7) = (6) + (1) <i>(valeur intrinsèque post augmentation de capital + valeur des DPS)</i>	9,77 €	10,17 €	10,41 €
Impact par action pour l'actionnaire (8) = (7) - (2) <i>(Fourchette haute, en tenant compte de l'effet positif de la baisse attendue du coût des fonds propres)</i>	0,02 €	0,42 €	0,66 €

Source : Associés en Finance

Rappelons que l'ensemble de ces calculs sont très hypothétiques, aucune décision n'ayant été arrêtée à ce jour, et que seuls les impacts en termes de structure financière et de distribution théoriques aux actionnaires ont été pris en compte, sur la base du plan d'affaires pré-acquisition.

VII.C. Addendum à la conclusion du rapport d'expertise d'Associés en Finance

Compte tenu de la modification des termes du projet d'Offre, la conclusion du rapport d'expertise d'Associés en Finance est modifiée ainsi.

[Tous les termes en italique sont inchangés par rapport à la version initiale, si ce n'est la numérotation des tableaux. Seules les dernières phrases de la Conclusion ont été modifiées afin de tenir compte de la modification du projet d'Offre.]

Le 22 janvier 2018, le Conseil d'Administration d'EPS a nommé Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat initiée par GDF International sur les actions EPS au prix de 9,50 € par action payable en numéraire.

L'intervention d'Associés en Finance est fondée sur l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF.

Les résultats de la valorisation multi-critères d'EPS réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 14.

Tableau 18
Valorisation de l'action EPS par Associés en Finance et primes et décotes extériorisées³⁹

		Valeur par action (€ prime / Décote induite)	
Cours de bourse au 23 janvier 2018	Cours de clôture	11,40 €	(16,7%)
	Moyenne 20 jours	12,08 €	(21,4%)
	Moyenne 60 jours	12,61 €	(24,7%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	11,70 €	(18,8%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	11,16 €	(14,9%)
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	10,61 €	(10,5%)
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	DCF to Equity - borne haute	11,30 €	(15,9%)
	DCF to Equity - valeur centrale	10,10 €	(5,9%)
	DCF to Equity - borne basse	8,48 €	12,0%
Transaction sur le capital	Introduction en bourse	7,30 €	30,1%
	Augmentation de capital - décembre 2015	6,80 €	39,7%
	Achat de blocs par Engie	9,50 €	-
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif le plus bas	9,50 €	-
	Valeur moyenne des objectifs de cours	14,40 €	(34,0%)
	Objectif le plus haut	18,00 €	(47,2%)
Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	Mutiple EV / CA LTM et NTM	6,01 €	58,0%

Source : Associés en Finance

³⁹ La transaction sur le capital de la Société intervenue le 8 août 2017 n'est pas mentionnée en tant que référence de valorisation dans ce tableau dans la mesure où les conditions d'émissions avaient été définies antérieurement et approuvées par l'Assemblée Générale du 21 juin 2016.

L'Offre d'Engie au prix de 9,50 € par action s'inscrit dans un contexte inhabituel, puisque le prix d'Offre s'établit à un niveau sensiblement inférieur au cours coté d'EPS, tout au moins si l'on considère le cours entre mi-septembre 2017 et le dernier cours coté, le 23 janvier 2018, avant l'annonce de l'Offre.

Le prix d'Offre extériorise à l'inverse des primes significatives pour les investisseurs s'étant positionnés sur le titre avant septembre 2017. Le cours a en effet connu un emballement rapide depuis l'automne 2017, qui s'est accompagné d'une explosion de sa volatilité, le titre ayant enregistré des mouvements fortement haussiers (+69% entre le 13 septembre et le 1^{er} novembre 2017), mais aussi des mouvements nettement baissiers, notamment au mois de novembre 2017, au cours duquel le cours a reculé en quelques semaines de -32%. Les mouvements erratiques du titre laissent supposer des phénomènes de sur-réaction.

Les conclusions d'Associés en Finance sur l'équité du prix d'Offre tiennent compte des considérations suivantes :

EPS a connu depuis son introduction en bourse en avril 2015 des changements majeurs dans le niveau et la composition de son chiffre d'affaires et de son carnet de commandes, et intervient aujourd'hui dans un environnement porteur.

Pour autant, elle demeure dans un stade de développement proche de celui d'une start-up, et continue, dans sa situation actuelle, de générer des cash-flows nettement négatifs. Elle a donc dû recourir à plusieurs augmentations de capital pour financer sa croissance, qui ont été complétées en 2017 par le financement obtenu auprès de la BEI.

Pour mener à bien ses objectifs de croissance, EPS a l'intention de se renforcer dans les activités de Développement de Projets (Project Development), soutenues par des partenariats industriels. Ces activités de Développement de Projets constitue un métier encore nouveau pour la Société, initié au cours du premier semestre 2017, qui représente un enjeu majeur pour permettre au groupe d'atteindre ses objectifs 2020.

Cette situation, caractérisée par des perspectives de croissance élevées, pour autant qu'elles s'appuient sur des soutiens financiers et des partenaires industriels, a conduit le Groupe à chercher à faire évoluer sa structure capitalistique. Le groupe Engie a été retenu à l'issue d'un processus de cession compétitif, pour acquérir une participation majoritaire dans EPS, à un prix de 9,50 € par action.

Les actionnaires minoritaires se voient proposer, dans le cadre de la présente Offre Publique, un prix de 9,50 € par action, identique à celui obtenu par les actionnaires de référence de la Société et ses managers dans le cadre de la cession de leurs parts intervenue préalablement à l'Offre, qui ont accompagné le groupe dans son développement et en mesurent les forces, les faiblesses et les perspectives.

Le prix de 9,50 € par action s'inscrit dans la fourchette des valorisations obtenues par Associés en Finance par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire, qui repose sur le plan d'affaires de la Société, dont les conditions de réalisation demeurent, au stade de développement actuel d'EPS, assorties d'un degré d'aléa important. La fourchette de valorisation obtenue par Associés en Finance s'établit entre 8,5 € et 11,3 €. Le prix d'Offre fait ressortir ainsi une prime de +12,0% par rapport à la fourchette basse de cette valorisation et une décote de -15,9% par rapport à la fourchette haute. Le prix d'Offre s'inscrit à un niveau sensiblement supérieur à celui qui ressort de la comparaison avec les transactions qui ont eu lieu dans le secteur.

L'Offre au prix de 9,50 € par action est une offre facultative pour les actionnaires, qui ont le choix entre monétiser immédiatement leur investissement, dans le contexte d'un marché boursier par ailleurs moins favorable depuis plusieurs semaines, ou de conserver une exposition au risque et au développement de la société.

La BEI a exercé la clause de changement de contrôle qui existait dans le contrat de financement conclu en 2017 entre la Société et la BEI. De ce fait, la Société va devoir rembourser dans un délai de 120 jours, après la conclusion d'accords entre les différentes parties prenantes le 9 mai 2018, la

première tranche du prêt accordé par la BEI, qui s'élève à 10 M€. Pour procéder à ce remboursement anticipé, une augmentation de capital de la Société est envisagée, à laquelle l'Initiateur participerait.

Simultanément à l'exercice de la clause de changement de contrôle, et à la suite de la renonciation aux Promesses croisées qui existaient entre la BEI et la Société, qui prévenaient la transférabilité des BSA de la BEI, ces BSA sont devenus éligibles à l'Offre. L'Offre initiée par GDF International qui ne visait initialement que les actions ordinaires d'EPS, à un prix de 9,50 € par action, a été modifiée en date du 9 mai 2018 pour y inclure ces BSA, à un prix de 9,30 € par BSA. La BEI, seule détentrices des BSA visés par l'Offre, a manifesté son intention d'apporter à l'Offre ses BSA à ce prix.

Le prix proposé à la BEI pour ses BSA, de prix d'exercice de 0,20 centimes, correspond par transparence au prix d'Offre proposé aux actionnaires d'EPS ainsi qu'au prix obtenu par les actionnaires de référence et les managers dans le cadre de la cession de leurs actions préalablement à l'Offre. Ce prix respecte donc l'équité entre les différents porteurs de titres EPS.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à valider l'équité du prix proposé, notamment du fait du caractère facultatif de l'Opération pour les actionnaires minoritaires. La modification du projet d'Offre ne modifie pas ces conclusions, l'égalité de traitement étant respectée entre les actionnaires et la BEI, unique porteur des BSA visés par l'Offre modifiée.

Arnaud Jacquillat, Associés en Finance

Catherine Meyer, Associés en Finance

VII.D. Éléments complémentaires sur les caractéristiques des plans d'intéressement

En complément de la section décrivant les caractéristiques des plans d'intéressement dans son rapport d'expertise indépendante, Associés en Finance précise les éléments suivants.

VII.D.1. Les Droits à l'Appréciation d'Action (SAR)

Les principales caractéristiques des Droits à l'appréciation d'action (SAR) ont été préalablement décrites dans le rapport d'expertise.

Pour les attributaires désignés comme « Directeurs Techniques », le mécanisme prévu comporte des contraintes plus fortes que celles qui existaient préalablement, puisque les dates d'exercabilité sont recalculées à compter de la date d'opération : les premiers Droits à appréciation d'action sont exerçables pour 30% du total deux ans après la réalisation de l'opération, le solde des Droits à attribution s'étageant par tranche de 17,5% tous les six mois jusqu'à quatre ans après la réalisation de l'Opération. Les anciens instruments d'intéressement, auxquels les Droits à appréciation d'actions se substituent, avaient un calendrier de disponibilité sensiblement plus court. Cette différence de date d'exercabilité peut être appréciée par une décote d'incessibilité.

La valeur de référence minimale attribuée au Droit de 9,50 € doit quant à elle s'analyser au regard de l'intérêt pour la Société et ses actionnaires du maintien de managers clés dans leurs fonctions, l'exercice des Droits étant conditionné à la présence des managers dans la Société. S'y ajoute de plus la signature de clauses de non-concurrence et non-débauchage. Comme la décote d'incessibilité, cette caractéristique peut s'analyser d'un point de vue financier, analyse menée ci-après.

Coût de l'incessibilité

Pour les « Directeurs Techniques », l'allongement de la période de non disponibilité s'analyse comme une décote d'incessibilité.

Pour mesurer cette décote d'incessibilité, Associés en Finance a retenu l'approche sur la base de modèles optionnels développée par Stilian Ghaidarov⁴⁰ et dérivée de la méthodologie de Francis Longstaff⁴¹.

Les calculs réalisés tiennent compte des situations différentes en termes de contrainte d'incessibilité des porteurs de Droits à l'appréciation d'action. Les calculs sont réalisés sur la base des hypothèses suivantes : la durée retenue repose sur le calcul d'une durée moyenne pondérée d'incessibilité⁴². Les autres paramètres retenus sont la volatilité de l'action EPS sur 12 mois avant l'annonce de l'Offre (38,6%), et l'absence de distribution du dividende.

La décote d'incessibilité est la plus élevée pour le Directeur Général qui renonce à ses SO et BSA immédiatement exerçables et se voit attribuer des Droits à échéance moyenne de près de trois ans.

Le coût de l'incessibilité s'élève à environ -1 M€ pour l'ensemble des porteurs de Droits.

⁴⁰ Ghaidarov S., *Analytical Bound on the Cost of Illiquidity for Equity Securities Subject to Sale Restrictions*, *The Journal of Derivatives*, 2014, vol. 21 n°4, 31-48

⁴¹ Longstaff F., *How Much Can Marketability Affect Security Values?*, *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, 1767-1774

⁴² 30% des Droits sont exerçables à partir de 24 mois suivant la réalisation de l'opération, puis 17,5% tous les six mois. Ceci revient à une échéance moyenne pondérée en janvier 2021 pour le Directeur Général et les Directeurs techniques. Pour les autres porteurs, dont les caractéristiques des Droits sont restées inchangées par rapport aux options initiales, l'échéance moyenne pondérée s'établit en décembre 2018.

Impact du prix de référence

Les porteurs de Droits pourront les exercer sur la base du cours de bourse où à 9,5€ si le cours de l'action EPS se situe en deçà de ce prix de référence. Cette caractéristique revient à attribuer aux porteurs de Droits une option de vente de prix d'exercice 9,5 €.

La valeur de l'option de vente a été appréciée en appliquant la méthode de Black & Scholes sur la base des hypothèses suivantes :

- Cours de l'action EPS de 12,61 € équivalent au cours moyen pondéré des volumes sur 60 jours au 23 janvier 2018 avant l'annonce de l'Opération ;
- Prix d'exercice de 9,5 € ;
- Echéance moyenne pondérée des Droits : 19 janvier 2021 pour le Directeur Général et les « directeurs techniques » et 15 décembre 2018 pour les autres porteurs ;
- Volatilité de l'action EPS calculée sur 12 mois avant annonce de l'opération (38,6%) ;
- Taux d'intérêt de -0,3% pour les options de vente calculées pour le Directeur Général et les Directeurs Techniques, et -0,6% pour les autres porteurs, en référence au niveau de taux TEC.

L'utilisation de cette méthode extériorise un avantage consenti aux porteurs d'environ 700 K€.

En conclusion, la renonciation des SO et BSA en période d'acquisition et l'attribution des SAR se traduit d'un point de vue financier par un impact agrégé négatif qui représente pour les 541 525 SAR une valeur globale d'environ -300 K€. Le Directeur Général subit la majeure partie de cet effet négatif, du fait qu'il renonce à une monétisation immédiate de 200 000 SO et BSA déjà exerçables.

Ainsi, les calculs d'Associés en Finance permettent de conclure d'un point de vue financier à l'absence d'avantages conférés aux porteurs des SAR. Au-delà de l'aspect chiffré, l'intérêt pour la Société et pour l'ensemble de ses actionnaires de fidéliser des managers clés doit être souligné, surtout pour une société comme EPS, dont la nature est celle d'une *start-up* et dont la valorisation repose sur un plan d'affaires ambitieux. Cet intérêt pour la société et ses actionnaires, quoique non directement chiffrable, est manifeste.

VII.D.2. Les Droits additionnels

Le Contrat d'Acquisition mentionné dans le corps du rapport d'expertise prévoit l'attribution de 496 576 Droits Additionnels à quatre membres du Comité Exécutif, dont 291 096 au Directeur Général.

Les principales caractéristiques des Droits Additionnels, déjà mentionnées dans le rapport d'expertise sont rappelées ci-dessous :

- Pour 100% des Droits Additionnels prévus pour le Directeur Général (291 096 Droits) et 50% des Droits Additionnels prévus pour les trois autres attributaires (soit 102 740 Droits), ces Droits additionnels (soit 393 836 Droits) ne seront acquis qu'en fonction de l'atteinte de critères de performances basés sur la réalisation des objectifs du plan Stratégique 2020. Les autres 50% des Droits Additionnels prévus pour les attributaires autres que le Directeur Général sont soumis à conditions de présence.
- Les critères de performance qui permettent de déterminer l'attribution des droits additionnels sous condition de performance et leur quantité, sont de trois ordres, qui, tous, relèvent de l'évolution opérationnelle de la Société : un critère de CA cumulé sur la période 2018-2020, un critère d'EBITDA cumulé sur cette période, et un taux de rétention au sein de la Société de managers clés.
- Aucun des Droits additionnels sous condition de performance ne sera attribué si le seuil de réussite des objectifs est inférieur à 80%.

- Le calcul du seuil de réussite résulte d'une pondération à 50% pour le critère de l'EBITDA, 30% pour le critère lié au chiffre d'affaires et 20% pour le critère lié au taux de départ.
- Si les objectifs sont atteints à 100%, seuls 50% des droits additionnels seront attribués. Pour que 100% des droits additionnels à condition de performance soient attribués, il faut que les objectifs définis soient atteints à 120%.
- Le plan prend en compte une progression linéaire des objectifs entre chaque critère défini et le taux d'attribution progresse par tranche de 10%.
- Le prix d'exercice des Droits est de 3,66 € et la date d'exercice, la valeur d'un droit est égale à la différence entre le montant le plus élevé entre le cours de bourse atteint par le titre avant la date d'exercice une valeur de 9,5 €, sauf pour le Directeur Général pour lequel la valeur des Droits additionnels est bloquée à la différence entre le prix d'exercice et une valeur de 9,50 €.
- Les « Directeurs Techniques » (hors Directeur Général) peuvent exercer leurs Droits additionnels de la manière suivante : 20% des Droits sont exerçables 24 mois après la date de réalisation (7 mars 2018) et le reste est exerçable d'abord par tranche de 15% tous les semestres au cours de la période d'un an qui suit la première période d'exercice puis le solde pendant une période d'un an suivant cette date. Le Directeur Général ne peut quant à lui exercer ses Droits qu'à partir du 7 septembre 2021.
- L'ensemble des droits additionnels est soumis à conditions de présence.

Conséquences de ces caractéristiques sur la nature des Droits additionnels

De l'analyse des caractéristiques de ces Droits additionnels, il ressort que ceux-ci relèvent non pas d'un complément de prix mais d'un nouveau mécanisme de rémunération conditionnelle de managers clés pour le développement de la Société :

Tout d'abord, aucun des droits additionnels n'est acquis d'avance, leur attribution étant a minima liée au maintien des managers au sein de la Société, et la plupart étant obtenus uniquement en fonction de l'atteinte de critères de performance. Les attributaires des droits additionnels courent donc un risque significatif de non attribution.

La fixation des critères d'attribution en référence à la réalisation des objectifs opérationnels de la Société constitue un moyen d'aligner les intérêts des managers et des actionnaires de la Société mais les critères d'attribution sont contraignants pour les porteurs de droits additionnels. Les deux critères d'EBITDA et de chiffre d'affaires cumulés supposent une très forte accélération de la croissance et des marges de la Société dans un horizon court de trois ans. Comme souligné dans le corps du rapport d'expertise, les objectifs de la Société sont très volontaristes, et, même si les objectifs sont atteints à 100%, seuls 50% des droits additionnels sous condition de performance seront acquis. De plus, le taux définitif d'attribution ne dépend pas seulement de la réalisation des objectifs sur l'EBITDA et le chiffre d'affaires cumulés sur la période 2018 à 2020, mais aussi du taux global de rétention de managers clés, sur lequel individuellement chaque manager n'a aucun pouvoir décisionnel.

En définitive, et comme indiqué dans le corps du rapport d'expertise, l'attribution des Droits additionnels à quatre membres du comité exécutif (dont près de 300 000 au Directeur Général) relève de mécanismes de fidélisation et de motivation de managers clés à la bonne marche de l'entreprise. L'existence de tels outils d'intéressement correspond aux pratiques de rémunération différée usuelles dans les sociétés qui ont, comme EPS, la nature de *start-up*. Ils constituent des mécanismes d'alignement des intérêts des managers avec ceux des actionnaires qui bénéficient à l'ensemble des parties prenantes de la Société.

L'existence de toutes les conditions qui sous-tendent l'attribution (conditions de performance, conditions de présence) fait que l'attribution de ces Droits additionnels correspond à la contrepartie d'engagements des managers nécessaires à la concrétisation des objectifs de la Société et ne constitue en rien un avantage certain. Nous concluons donc que ces Droits additionnels ne peuvent être considérés comme des compléments de prix.

VIII. Annexe 2 : présentation de l'expert

Associés en Finance résulte du rapprochement de deux acteurs spécialisés dans l'évaluation et l'expertise financière indépendante : Détroyat Associés, qui a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière, et Associés en Finance, acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation, dont le co-fondateur Bertrand Jacquillat, et aujourd'hui Président d'Honneur, a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur.

Une des spécificités d'Associés en Finance, Jacquillat (ci-après Associés en Finance) et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur de l'énergie, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 19
Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
dec.-17	Astellia	EXFO	Société Générale	OPA
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole /	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les

procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262.1.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général

Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et avec des fonds d'investissement.

■ Catherine Meyer – Associée, Responsable de l'Exécution

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ Mathilde de Montigny – Manager, Equipe d'Exécution

Mathilde de Montigny est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine et membre de la SFAF. Elle a commencé sa carrière chez Banque Fédéral Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, Mathilde a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Elle est intervenue sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2013 et a mené de nombreuses missions de conseil et est intervenu sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité, notamment pour le compte de sociétés industrielles (Montupet, Faiveley, Blue Solutions). Il est en charge du suivi des sociétés du secteur des biens d'équipement et des Holdings et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Laurent Sitri – Associate, Equipe d'Exécution

Laurent Sitri est titulaire d'un doctorat en pharmacie, d'un Master 104 – Finance de l'Université Paris Dauphine et d'un MBA de la Strathclyde Graduate Business School de Glasgow (Écosse), il travaille sur les marchés financiers depuis une quinzaine d'année et mène des missions d'évaluation dans des secteurs divers, et notamment dans le secteur de l'énergie.

■ Bertrand Jacquillat – Président d'Honneur, Responsable du Contrôle Qualité

Bertrand Jacquillat – Co-Fondateur d'Associés en Finance et Président d'Honneur, a mené simultanément une carrière universitaire et une carrière de praticien de la finance, en contribuant aux avancées de la théorie financière. Il a exercé de nombreuses fonctions universitaires (Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999)). Professeur des Universités à Sciences Po Paris entre 1999 et 2014, et désormais Professeur émérite, il est Vice-Président du Cercle des

Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par la Société, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 22 janvier 2018 au 9 mai 2018.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Sonia Levy-Odier, Administrateur indépendant, EPS ;
- Emanuela Paola Banfi, Administrateur indépendant, EPS, jusqu'au 7 mars 2018 ;
- Massimo Prelz Oltramonti, *Chairman*, Administrateur indépendant, EPS ;
- Carlalberto Guglielminotti, *Chief Executive Officer* d'EPS ;
- Andrea Rossi, *Chief Finance and Business Officer* d'EPS ;
- Michela Costa, *Executive Vice-President Corporate Operations*, EPS ;
- Fabrice Veverka, Avocat à la cour, Viguié Schmidt & Associés ;
- François Bourrier-Soifer, Avocat à la cour, Viguié Schmidt & Associés ;
- Jérémie Aflalo, Avocat à la cour, Viguié Schmidt & Associés ;
- Arthur Rohmer, Avocat à la cour, Linklaters ;
- Stanislas Jannet, *Director*, Portzamparc ;
- Nicolas Royot, Co-Responsable Analyse Financière, Portzamparc ;
- Cirillo Romualdo, Lazard ;
- Francesco Berri, Lazard.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Les travaux d'Associés en Finance ont été menés sous la supervision du comité ad hoc du Conseil d'Administration d'EPS. Le comité *ad hoc* était initialement composé de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti, Madame Emanuela Paola Banfi et Madame Sonia Levy-Odier. A l'issue de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, à l'occasion de la reconstitution du conseil d'administration, intervenue le 7 mars 2018, Madame Emanuela Paola Banfi a démissionné de ses fonctions d'administrateur. En conséquence, la finalisation des travaux d'Associés en Finance a été réalisée sous la supervision du comité *ad hoc* composé de Monsieur Massimo Prelz Oltramonti et Madame Sonia Levy-Odier.

Le programme de travail et les sources d'information utilisées sont présentés ci-dessous :

■ Documents analysés :

- rapports annuels d'EPS depuis 2014 ;
- comptes consolidés d'EPS 2014-2017 ;
- rapport du management sur les comptes consolidés 2017 ;
- communiqués de presse financiers d'EPS depuis 2014 ;
- document d'introduction en bourse d'EPS ;
- plan d'affaires 2017-2020 établi par la Société ;
- nature des contrats de la Société ;
- organigramme et statuts juridiques de la Société ;
- présentations aux investisseurs réalisées par la Société depuis 2015 ;
- notes d'analystes sur EPS (Société Générale, Cantor Fitzgerald, Invest Securities, Intermonte) ;

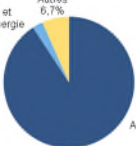
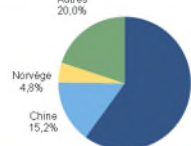
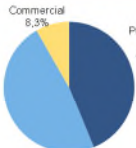
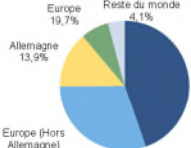
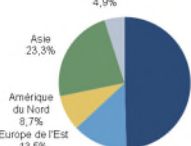
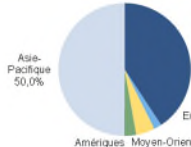
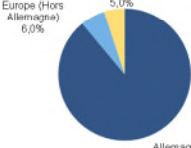
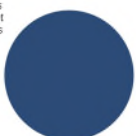
-
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration de la Société
 - projet de note d'information relative à l'Offre ;
 - projet de note en réponse relative à l'Offre ;
 - *Share Purchase Agreements* et avenants ;
 - engagement d'apport entre Massimo Prelz Oltramonti et les principaux actionnaires ;
 - lettres d'engagement signées entre GDF International et les Cédants ;
 - actes réitératifs de cession signés entre GDF International et les Cédants ;
 - Projet d'accord de garantie et d'indemnisation entre Engie et la BEI ;
 - Projet d'accord de remboursement anticipé entre la BEI et la Société ;
 - Projet de note d'information modifié ;
 - Projet de note en réponse modifié.
- **Utilisation des bases de données**
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance ;
 - **Analyse de la Société et de son environnement**
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché des solutions de stockage d'énergie et du marché de l'énergie ;
 - analyse financière, comptes et stratégie d'EPS ;
 - analyse des transactions intervenues sur les sociétés du secteur depuis 2014 ;
 - **Evaluation d'EPS selon une approche multicritères**
 - **Examen des travaux de Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par l'établissement présentateur ;**
 - **Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus**
 - **Mise en œuvre du contrôle qualité**
 - **Rédaction du rapport d'expertise**
 - **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent à 145 000 € hors TVA et hors frais.

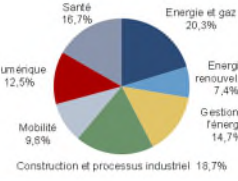
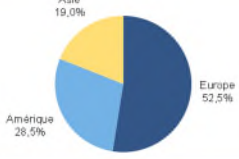
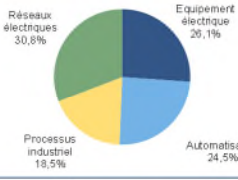
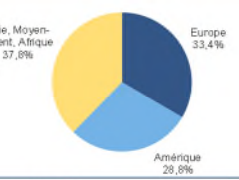
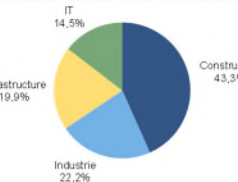
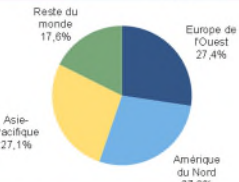
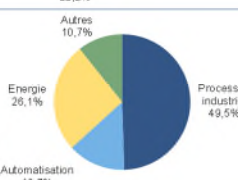
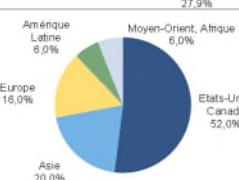
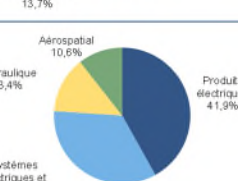
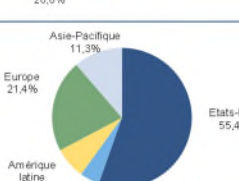
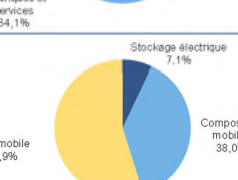
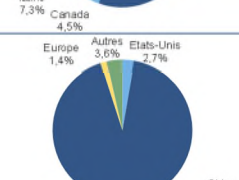
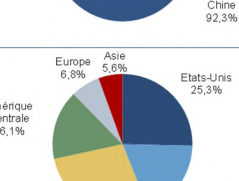
IX. Annexe 3 : descriptif des sociétés présentées à titre indicatif dans la méthode des comparables boursiers

Tableau 20
Présentation de l'échantillon sectoriel resserré

Société	Pays	Description de l'activité	Capl. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Tesla conçoit, développe, fabrique et vend des véhicules électriques et des systèmes de production et de stockage d'énergie.	5700,2 M€	Chiffres d'affaires 5700,2 M€ Marge d'EBIT -0,1%		
		SFC Energy fournit des solutions hybrides aux marchés de production d'électricité fixes et portables.	44 M€	Chiffres d'affaires 44 M€ Marge d'EBIT -8,6%		
		Hydrogenics est spécialisée dans la conception, fabrication et distribution de générateurs d'hydrogène et de piles à combustible basées sur l'électrolyse.	23,6 M€	Chiffres d'affaires 23,6 M€ Marge d'EBIT -30,5%		
		ITM Power est spécialisée les solutions d'énergie hydrogène (conception, fabrication et vente de systèmes d'énergie à hydrogène) pour le stockage énergétique et la production d'énergie renouvelable.	10,1 M€	Chiffres d'affaires 10,1 M€ Marge d'EBIT -42,6%		NC
		McPhy Energy est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'équipements de production et de stockage d'hydrogène sous forme solide à partir de l'électrolyse de l'eau.	7,5 M€	Chiffres d'affaires 7,5 M€ Marge d'EBIT -120%		
		Proton Power Systems conçoit, fabrique, développe et teste des piles et des systèmes hybrides à combustible ainsi que des composants techniques. La société conçoit également des systèmes de stockage et de batterie solaire.	2,6 M€	Chiffres d'affaires 2,6 M€ Marge d'EBIT -388,5%		
		Voltabox fournit des systèmes d'électromobilité au sein des applications et des batteries à usage industriel.	20,5 M€	Chiffres d'affaires 20,5 M€ Marge d'EBIT -18%		

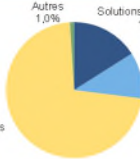
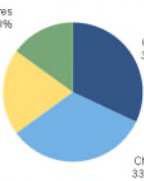
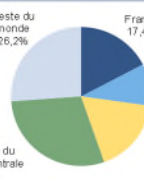
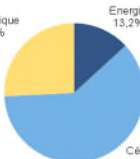
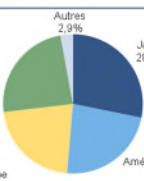
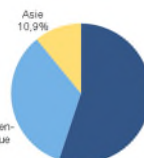
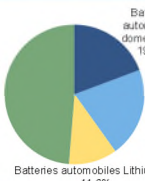
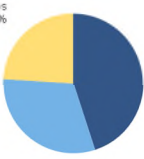
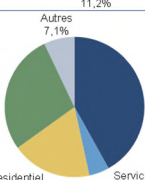
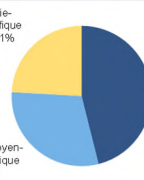
Source : Associés en Finance

Tableau 21
Présentation de l'échantillon sectoriel large (1/2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
SIEMENS 		Siemens est un des leaders mondiaux dans les secteurs de la fabrication d'équipements électroniques, de l'énergie et du gaz, et des technologies industrielles.	80495,3 M€	Chiffres d'affaires 80495,3 M€ Marge d'EBIT 8,9%		
ABB 		ABB est un des acteurs majeurs des technologies et de l'automation. Le groupe est classé parmi les plus grands conglomérats au monde.	27546,1 M€	Chiffres d'affaires 27546,1 M€ Marge d'EBIT 10,1%		
Schneider Electric 		Schneider Electric est un des leaders mondiaux de la gestion de l'énergie et des automatismes. Le groupe fournit également des prestations logistiques.	24693 M€	Chiffres d'affaires 24693 M€ Marge d'EBIT 13,2%		
EMERSON 		Emerson Electric est un groupe spécialisé dans la conception, fabrication et commercialisation de produits technologiques. Il effectue également des prestations d'ingénierie.	15444 M€	Chiffres d'affaires 15444 M€ Marge d'EBIT 13,9%		
EATON 		Eaton est un acteur majeur en matière de solutions de gestion de l'énergie diversifiées (électrique, hydraulique et mécanique).	16080 M€	Chiffres d'affaires 16080 M€ Marge d'EBIT 11,4%		
BYD 		BYD Company est spécialisé dans la construction automobile. Il développe également des batteries rechargeables et composants de téléphones.	13228,4 M€	Chiffres d'affaires 13228,4 M€ Marge d'EBIT 7,8%		
AES 		AES Corporation est un acteur majeur de la distribution et production d'électricité aux services publics. Principalement présente aux Etats-Unis, en Amérique latine et en Europe.	11063,1 M€	Chiffres d'affaires 11063,1 M€ Marge d'EBIT 16,5%	NC	

Source : Associés en Finance

Tableau 22
Présentation de l'échantillon sectoriel large (2/2)

	K2M développe des dispositifs médicaux, des implants et des solutions mini-invasives destinés à la chirurgie du rachis.	15665,8 M€	Chiffres d'affaires 15665,8 M€ Marge d'EBIT 9,6%		
	La société Legrand est un acteur mondial majeur des infrastructures électriques et numériques du bâtiment. Elle fournit entre autres des prestations dans les réseaux d'information.	5018,9 M€	Chiffres d'affaires 5018,9 M€ Marge d'EBIT 18,6%	NC	
	NGK Insulators conçoit, fabrique et commercialise des composants d'équipements électriques et électroniques.	3024,6 M€	Chiffres d'affaires 3024,6 M€ Marge d'EBIT 16,5%		
	EnerSys est spécialisée dans la conception, fabrication et commercialisation de batteries pour de multiples applications	1917,2 M€	Chiffres d'affaires 1917,2 M€ Marge d'EBIT 11,8%		
	GS Yuasa est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de batteries et de solutions d'éclairage.	2664,6 M€	Chiffres d'affaires 2664,6 M€ Marge d'EBIT 6,3%		
	SMA Solar Technology développe et produit des onduleurs solaires et des systèmes de surveillance pour des applications liées au photovoltaïque.	946,7 M€	Chiffres d'affaires 946,7 M€ Marge d'EBIT 9,2%		

Source : Associés en Finance

X. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Introduction en Bourse / McPhy Energy (France)

McPhy Energy, spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'équipements de production et de stockage d'hydrogène sous forme solide à partir de l'électrolyse de l'eau a été introduit à la bourse de Paris le 25 mars 2014. Le montant de capital levé était de 32,0 M€ avec un prix par action de 8,25€. La valeur de la société ressortait à un multiple de chiffre d'affaires de 26,2x. Sur l'exercice 2013, le chiffre d'affaire de McPhy s'élevait à 3,1 M€.

Younicos / Aggreko (Allemagne)

Aggreko a acquis en juillet 2017 Younicos pour 52 M\$. Younicos est le spécialiste germano-américain des solutions de stockage sur batteries et de l'intégration EnR sur réseau. Aggreko est quant à lui leader mondial de la production d'électricité temporaire : groupes électrogènes, échangeurs... L'opération extériorisait un multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 5,7x. Sur l'exercice 2016, le chiffre d'affaire de Younicos s'élevait à 8 M€.

Greensmith Energy / Wärtsilä (Etats-Unis)

Wärtsilä a acquis le groupe Greensmith Energy en mai 2017 pour 160 M€. Wärtsilä opère dans la fabrication de générateurs électriques et de moteurs de bateaux. Greensmith Energy se positionne quant à lui sur le marché des solutions logicielles et des technologies avancées pour le stockage de l'énergie. L'opération extériorisait un multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 5,3x. Sur l'exercice 2016, le chiffre d'affaire de Greensmith s'élevait à 28,2 M€.

Blue Solutions / Bolloré (France)

Bolloré était déjà l'actionnaire majoritaire de Blue Solutions avant de lancer en juin 2017 une OPAS au prix de 17,0€ par action sur 28,8% du capital en circulation. Blue Solutions produit et commercialise des batteries électriques sur la base de la technologie LMP® (Lithium Métal Polymère), et des supercapacités. L'opération extériorisait un multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 4,9x. Sur l'exercice 2016, le chiffre d'affaire de Blue Solutions s'élevait à 109,8 M€.

EnerNOC/ Enel Green Power North America (Etats-Unis)

Enel Green Power North America a acquis EnerNOC pour 257 M€ en juin 2017. Cette opération fait du groupe Enel un leader global des services de « *demand-respond* » et des services de gestion énergétique, par incorporation de plus de 8.000 clients d'EnerNOC, de 14.000 sites sous gestion et de 6 GW de capacité *demand-respond*. L'opération extériorisait un multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 0,8x. Sur l'exercice 2016, le chiffre d'affaire d'EnerNOC s'élevait à 283 M€.

Introduction en Bourse / Voltabox (Allemagne)

Le fabricant allemand de batteries Voltabox a fait son entrée en Bourse le 13 octobre 2017 à Francfort, au prix de 24 € par action pour un montant de 152 millions d'euros et 40% du capital. L'opération extériorisait un multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 12,2x. Sur l'exercice 2016, le chiffre d'affaire de Voltabox s'élevait à 20,6 M€.

Total S.A. – Saft S.A (France)

Le groupe industriel Total spécialisé dans le secteur des énergies a acquis le 21 juillet 2016 90,14% du capital et des droits de vote de Saft Group, un leader mondial de la production de batteries de haute technologie destinées au secteur de l'industrie. La transaction d'une valeur de 950 M€ portait sur 23 456 093 actions, soit une valeur de 36,5 € par action représentant une prime de 38,3% par rapport au cours de clôture de Saft Group avant annonce de l'offre, faisant ressortir un multiple d'Ebit de 15,8x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaires de Saft Group s'élevait à 7,4 Mds€.

Introduction en Bourse / DBT S.A. (France)

DBT S.A. spécialiste de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de bornes de contrôle d'accès et de la distribution d'énergie a été introduit à la bourse de Paris le 20 décembre 2015. Le montant de capital levé était de 8,5 M€ avec un prix par action de 6,46 € correspondant à la fourchette basse de l'offre et un taux de souscription de 126%. La valeur de la société ressortait à un multiple de chiffre d'affaires de 1,5x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaire de DBT s'élevait à 17,2 M€.

XI. Annexe 4 : Présentation détaillée du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

XI.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant d'environ 20 M € pour le plus faible à 750 Mds € pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait

converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 %.

XI.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.