

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIÉE PAR

**Les sociétés EDF Renouvelables et EDF Energies Nouvelles Belgium**

PRESENTEE PAR



**NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ FUTUREN**



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité relative à la présente offre publique de retrait en date du 3 décembre 2019, apposé le visa n°19-559 sur la présente note en réponse. La présente note en réponse a été établie par FUTUREN et engage la responsabilité de ses signataires.

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 de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

**Avis Important**

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants 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 (la « **Note en Réponse** ») est disponible sur le site internet de la société FUTUREN ([www.futuren-group.com](http://www.futuren-group.com)) ainsi que sur celui de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et peut être obtenue sans frais au siège social de la société FUTUREN, sis Cœur Défense, 100, esplanade du Général de Gaulle, 92932 Paris La Défense Cedex.

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

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

## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE .....</b>	<b>4</b>
2.1	Contexte de l'Offre.....	4
2.2	Déclaration de franchissement de seuils .....	5
2.3	Acquisition d'Actions au cours de la période d'Offre .....	6
2.4	Motifs de l'Offre .....	6
<b>3.</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN .....</b>	<b>6</b>
<b>4.</b>	<b>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN .....</b>	<b>13</b>
<b>5.</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE .....</b>	<b>13</b>
<b>6.</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....</b>	<b>13</b>
<b>7.</b>	<b>ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....</b>	<b>14</b>
7.1	Structure et répartition du capital .....	14
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce .....	14
7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions.....	14
7.2.2	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote.....	15
7.2.3	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société .....	15
7.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres .....	15
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....	16
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....	16
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote... ..	16
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de FUTUREN .....	16
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	16
7.7.2	Règles applicables à la modification des statuts .....	16
7.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	17
7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société .....	18
7.10	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent, ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....	18
<b>8.</b>	<b>AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE.....</b>	<b>18</b>

9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT .....	18
10.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ .....	18
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	19

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF (le « **RG AMF** »), Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « **Crédit Agricole CIB** »), agissant pour le compte de la société EDF Renouvelables, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé Cœur Défense – Tour B, 100 esplanade du Général de Gaulle, 92932 Paris La Défense Cedex, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 379 677 636 (ci-après « **EDF Renouvelables** ») et sa filiale à 99,99 %<sup>1</sup>, la société EDF Energies Nouvelles Belgium S.A., une société anonyme de droit belge, dont le siège social est situé Fond Jean Pâques 4, 1348 Ottignies-Louvain-la-Neuve, Belgique, immatriculée au registre des personnes morales de Nivelles sous le numéro 840 927 147 (ci-après, « **EDF EN Belgium** ») (EDF Renouvelables et EDF EN Belgium étant ci-après dénommées ensemble les « **Co-Initiateurs** ») agissant de concert, a déposé un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans la note d'information préparée par les Co-Initiateurs ayant reçu le visa n°19-558 le 3 décembre 2019 (la « **Note d'Information** ») et au paragraphe 2 de la présente Note en Réponse, portant sur les actions (les « **Actions** ») de la société FUTUREN, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 27.790.090,50 euros, dont le siège social est sis Cœur Défense, 100, esplanade du Général de Gaulle, 92932 Paris La Défense Cedex, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 423 127 281 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0011284991 (mnémonique : FTRN) (« **FUTUREN** » ou la « **Société** »), au prix de 1,15 euro par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

Les Co-Initiateurs ont indiqué que l'Offre sera suivie immédiatement d'un retrait obligatoire, dans la mesure où les conditions d'application dudit retrait sont d'ores et déjà réunies, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais (le « **Retrait Obligatoire** »).

A la date du projet de note d'information, les Co-Initiateurs ont indiqué détenir, de concert, directement, 250.504.489 Actions, soit 90,14 % du capital et 89,99 % des droits de vote théoriques<sup>2</sup> de la Société.

Au titre de l'assimilation prévue à l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, EDF Renouvelables détenait également 1.000.000 d'Actions et autant de droits de vote représentant 0,36 % du capital et 0,36 % des droits de vote théoriques<sup>3</sup> de la Société aux termes de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant (telle que définie au paragraphe 2.1 de la Note en Réponse) qu'EDF Renouvelables était en droit d'acquérir en vertu d'une Option d'Achat (telle que définie au paragraphe 2.3 de la Note en Réponse).

Conformément aux termes de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, EDF Renouvelables a exercé l'Option d'Achat portant sur le solde des 1.000.000 d'Actions détenues par l'ancien directeur général de la Société, objets de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, et a acquis le 21 novembre 2019 lesdites Actions au prix de 1,15 euro par Action, dans les conditions de l'article 231-38, IV du RG AMF.

---

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

<sup>2</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 août 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 13 septembre 2019.

<sup>3</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 août 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 13 septembre 2019.

En conséquence, à la date de la présente Note en Réponse, les Co-Initiateurs indiquent détenir directement 251.504.489 Actions représentant autant de droits de vote, soit 90,50 % du capital et 90,36 % des droits de vote théoriques<sup>4</sup> de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RG AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes et non détenues directement par les Co-Initiateurs à la date de la Note en Réponse, soit un nombre total de 26.396.416 Actions représentant 9,50 % du capital et 9,64 % des droits de vote théoriques<sup>5</sup> de la Société.

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

A l'issue de l'Offre, la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre dans la mesure où les conditions d'application du Retrait Obligatoire sont d'ores et déjà réunies, et les Actions non détenues par les Co-Initiateurs qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 1,15 euro par Action, nette de tous frais.

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

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

## 2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

### 2.1 Contexte de l'Offre

Suite à une prise de participation majoritaire intervenue le 9 juin 2017 dans le cadre de laquelle les Co-Initiateurs ont acquis de concert 139.775.131 Actions représentant 61,59 % du capital de la Société<sup>6</sup> au prix de 1,15 euro par Action et 5.844.500 obligations convertibles et/ou échangeables en Actions nouvelles ou existantes (les « OCEANE ») représentant 96,05 % des OCEANE en circulation au prix de 9,37 euros par OCEANE (coupon détaché), les Co-Initiateurs ont déposé le 20 juin 2017 une offre publique d'achat obligatoire sous la forme simplifiée (l'« OPAS »), visant la totalité des Actions et des OCEANE non détenues par eux.

À l'issue de l'OPAS, les Co-Initiateurs détenaient de concert 240.855.625 Actions représentant autant de droits de vote, soit 87,52 % du capital et 87,23 % des droits de vote théoriques<sup>7</sup> de la Société et 105.601 OCEANE<sup>8</sup> représentant 62,73 % des OCEANE en circulation.

Aux termes d'un accord cadre (*Framework Agreement*) conclu entre EDF Renouvelables, EDF EN Belgium et l'ancien directeur général de la Société le 19 mai 2017 et modifié par avenant en date du 9 janvier 2018, EDF Renouvelables et l'ancien directeur général de la Société (dont le mandat a pris fin le 31 décembre 2017) ont conclu une promesse d'achat

---

<sup>4</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 août 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 13 septembre 2019.

<sup>5</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 août 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 13 septembre 2019.

<sup>6</sup> Sur la base d'un nombre total de 226.935.450 Actions représentant 234.690.595 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, à la date de réalisation du Bloc, conformément au communiqué de la Société en date du 24 mai 2017.

<sup>7</sup> Sur la base d'un nombre total de 275.214.652 Actions représentant 276.118.607 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF (document AMF n°217C1655 du 20 juillet 2017).

<sup>8</sup> Compte tenu de la conversion, le 14 juillet 2017, de 5.916.569 OCEANE détenues par les Co-Initiateurs en 48.279.202 Actions.

et de vente croisée portant sur 2.640.565 actions gratuites (dont 1.000.000 étaient alors en période d'acquisition) (la « **Promesse Croisée Ancien Dirigeant** »).

En janvier 2018, EDF Renouvelables a déclaré à l'AMF avoir acquis 140.565 Actions auprès de l'ancien directeur général de la Société suite à l'exercice de l'option d'achat prévue dans l'accord cadre (*Framework Agreement*).

Conformément aux termes de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, EDF Renouvelables a exercé le 11 janvier 2019 son option d'achat portant sur 1.500.000 Actions détenues par l'ancien directeur général de la Société, objets de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant.

En outre, EDF Renouvelables a conclu entre le 7 juillet 2017 et le 8 décembre 2017, des promesses de vente et d'achat croisées avec 43 salariés de la Société portant sur 764.800 Actions (les « **Promesses Croisées Salariés** »). Le 17 juin 2019, les 43 salariés bénéficiaires de la promesse d'achat ont exercé leur option de vente et ont ainsi cédé à EDF Renouvelables les 764.800 Actions, objets des Promesses Croisées Salariés.

Par ailleurs, dans le cadre d'un contrat à terme à dénouement physique ayant pour sous-jacent l'Action de la Société, EDF Renouvelables a acquis au dénouement du contrat à terme et par l'intermédiaire de la contrepartie (dénoué par anticipation le 22 juillet 2019 et dont le règlement-livraison est intervenu le 31 juillet 2019), un total de 6.874.360 Actions et détenait ainsi de manière effective, de concert avec EDF EN Belgium, 250.504.489 Actions, représentant 90,14 % du capital et 89,99 % des droits de vote théoriques<sup>9</sup> de la Société<sup>10</sup>.

Le 28 août 2019, le nombre d'OCEANE en circulation étant inférieur à 10 % du nombre total d'OCEANE initialement émises, la Société a procédé au remboursement anticipé de la totalité des OCEANE restant en circulation conformément aux termes du contrat d'émission modifié des OCEANE<sup>11</sup>.

Conformément à l'intention mentionnée dans le projet de note d'information, EDF Renouvelables a acquis le 21 novembre 2019 le solde de 1.000.000 d'Actions concernées par la Promesse Croisée Ancien Dirigeant à la suite de l'exercice de l'Option d'Achat.

## 2.2 **Déclaration de franchissement de seuils**

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi en hausse, le 6 mars 2019, les seuils de 90 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir à cette date, directement et par assimilation, 250.632.545 Actions et autant de droits de vote, soit 90,23 % du capital et 90,09 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>12</sup>.

Les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi en hausse, le 31 juillet 2019, le seuil de 90 % du capital de la Société et le 21 novembre 2019, le seuil de 90 % des droits de vote de la Société et détenir directement 251.504.489 Actions et autant de droits de vote, soit 90,50 % du capital et 90,36 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>13</sup>. Ces franchissements de seuils résultent de l'entrée en possession par EDF Renouvelables d'Actions préalablement assimilées.

<sup>9</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.899.787 Actions et de 278.340.228 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 30 juin 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 23 juillet 2019.

<sup>10</sup> Déclaration individuelle relative aux opérations des personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financiers sur les titres de la société n°2019DD628096 en date du 5 août 2019.

<sup>11</sup> Communiqué de presse de la Société en date du 26 juillet 2019.

<sup>12</sup> Par courriers adressés à la Société en dates du 12 mars 2019 et du 29 octobre 2019 et sur la base d'un nombre total de 277.776.587 Actions et 278.216.770 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 janvier 2019, tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 7 mars 2019.

<sup>13</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

### 2.3 Acquisition d'Actions au cours de la période d'Offre

Aux termes de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, EDF Renouvelables bénéficiait d'une option d'achat exerçable à tout moment jusqu'au 31 janvier 2020 portant sur 1.000.000 d'Actions, sur la base d'un prix correspondant au montant le plus élevé entre le prix offert dans le cadre de l'OPAS, soit 1,15 euro par Action et le prix offert dans le cadre d'un retrait obligatoire visant les Actions (l'« **Option d'Achat** »).

EDF Renouvelables avait indiqué avoir l'intention d'exercer l'Option d'Achat au cours de la période comprise entre la date du dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF le 5 novembre 2019 et l'ouverture de l'Offre, et ainsi d'acquérir le solde des 1.000.000 d'Actions objets de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, dans les conditions de l'article 231-38, IV du RG AMF.

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

Conformément aux termes de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, EDF Renouvelables a exercé l'Option d'Achat portant sur le solde des 1.000.000 d'Actions détenues par l'ancien directeur général de la Société, objets de la Promesse Croisée Ancien Dirigeant, et a acquis le 21 novembre 2019 lesdites Actions au prix de 1,15 euro par Action, dans les conditions de l'article 231-38, IV du RG AMF.

Aucune autre Action n'a été acquise par les Co-Initiateurs depuis le dépôt de l'Offre.

Suite à ces acquisitions et à la date de la Note en Réponse, les Co-Initiateurs détiennent, à la connaissance de la Société, 251.504.489 Actions représentant 90,50 % du capital et 90,36 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>14</sup>.

### 2.4 Motifs de l'Offre

Détenant de concert plus de 90 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date du projet de note d'information, les Co-Initiateurs ont déposé auprès de l'AMF l'Offre qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du RG AMF.

La Note d'Information indique que l'Offre a notamment pour objectif de permettre aux Co-Initiateurs d'acquérir l'ensemble des Actions non détenues par eux et de radier les Actions de la Société d'Euronext Paris.

## 3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 30 septembre 2019, a mis en place un comité d'administrateurs investi des missions décrites dans ladite recommandation et composé uniquement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** »). Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus dans le Règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société reprenant ceux du Code de gouvernement d'entreprise Middenext auquel la Société se réfère. La Société compte deux administrateurs indépendants sur sept administrateurs, à savoir Monsieur Michel Sirat et Madame Lilia Jolibois.

En application des articles 261-1 I, 1° et 261-1 II du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné, le 30 septembre 2019, sur proposition du Comité des Indépendants et suivant la procédure décrite au paragraphe 9 ci-après, le cabinet Associés en Finance représenté par Monsieur Aurélien Bricout en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

<sup>14</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 août 2019 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 13 septembre 2019.

Conformément à la recommandation AMF n°2006-15, le Comité des Indépendants est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre et en s'assurant que la qualité des informations données par les différents intervenants à l'Offre est satisfaisante.

Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Comité des Indépendants s'est réuni à 4 reprises dont 3 avec l'Expert Indépendant afin, notamment, de procéder à une présélection de l'Expert Indépendant, de déterminer sa mission et d'échanger sur la méthodologie retenue par l'Expert Indépendant et son projet de rapport.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 4 novembre 2019 sur convocation du Président du Conseil, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre, sur recommandation du Comité des Indépendants, un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences, pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent ou représenté à cette réunion par des moyens de télécommunication.

La délibération du Conseil d'administration concernant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

*« Le Président indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

*Le Président précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un tel avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :*

- *le projet de note d'information préparé par les Co-Initiateurs, qui contient notamment les motifs et le contexte du projet d'Offre, les intentions des Co-Initiateurs au cours des douze prochains mois, et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, banque présentatrice (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société qui reste à compléter du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre (le « **Projet de Note en Réponse** ») ; et*
- *le rapport établi par le cabinet Associés en Finance, Expert Indépendant, en date du 4 novembre 2019 conformément aux articles 261-1, I, 1° et 261-1, II du RG AMF (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).*

#### **Rappel des principales caractéristiques du projet d'Offre**

*Après avoir pris connaissance des documents essentiels en lien avec le projet d'Offre mentionnés ci-dessus et des éléments complémentaires qui lui ont été présentés, le Conseil d'administration a tout d'abord constaté que :*



- les Co-Initiateurs détiennent à ce jour, directement et par assimilation, 251.504.489 actions FUTUREN<sup>15</sup>, représentant 90,50 % du capital et 90,36 % des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'Offre serait réalisée dans l'objectif d'acquérir l'ensemble des Actions non détenues par les Co-Initiateurs et de radier les actions de la Société d'Euronext Paris ;
- les Co-Initiateurs souhaitent par ailleurs simplifier la gouvernance de la Société et finaliser son rapprochement avec EDF Renouvelables ;
- le prix de 1,15 euro par action fait ressortir une prime de 2,7 % par rapport au dernier cours de clôture de l'action de la Société immédiatement avant l'annonce du projet d'Offre, soit le 30 septembre 2019 ;
- les actions FUTUREN non encore détenues par les Co-Initiateurs et qui ne seront pas présentées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 1,15 euro par action, nette de tous frais.

### **Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant**

Le Président invite M. Pierre Charmion et Mme. Mathilde de Montigny du cabinet Associés en Finance, à présenter une synthèse de leurs diligences et à exposer oralement les principales conclusions de leur rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Expert Indépendant rappelle tout d'abord que « conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, les Co-Initiateurs, les conseils susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance ».

L'Expert Indépendant rappelle ensuite aux membres du Conseil d'administration qu'en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, sa mission en tant qu'expert indépendant consistait en l'établissement d'un rapport sur le caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre du retrait obligatoire. Il précise qu'il lui appartenait également (i) de procéder à une revue critique du rapport d'évaluation de Crédit Agricole Corporate and Investment Bank en tant que banque présentatrice de l'Offre, (ii) d'analyser et de prendre en compte les observations susceptibles d'être reçues directement ou indirectement d'actionnaires minoritaires et (iii) de s'assurer de l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

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

---

<sup>15</sup> En ce compris, par assimilation (au titre de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce), 1.000.000 d'actions faisant l'objet de conventions de liquidité conclues entre le groupe EDF Renouvelables et l'ancien directeur général de la Société.

*L'Expert Indépendant a conclu que : « Sur les 24 mois ayant précédé le 24 avril 2017 et l'annonce de l'OPAS, le cours de l'action a oscillé entre 0,49 euro et 0,89 euro. Depuis la clôture de l'OPAS, le cours de l'action a évolué entre 1,11 euro et 1,17 euro, dans un marché très peu réactif aux annonces de la Société et alors que celle-ci n'est plus suivie par les bureaux d'analyse financière. Dans ce contexte de très faible liquidité de l'action, avec 1,9% du capital et 20,2% du flottant échangés sur les 12 mois ayant précédé l'annonce de l'OPR-RO tandis que les Co-Initiateurs ont poursuivi leurs acquisitions directes et indirectes de titres, le cours de l'action ne peut être considéré comme une référence pertinente de valorisation. Le prix de 1,15 euro par action proposé dans le cadre de l'Offre doit donc être mis en perspective des résultats obtenus par les méthodes de valorisation intrinsèque de la Société : il extériorise des primes de 40,5% par rapport à la valorisation de la Société par la méthode DCF to Equity et de 3,4% par rapport à la valorisation par la méthode des comparables boursiers, retenues par Associés en Finance à titre principal, et une prime de 20,5% par rapport à la méthode DCF to Firm, retenue à titre indicatif. Le prix de 1,15 euro est également supérieur ou égal aux prix ressortant des transactions réalisées par les Co-Initiateurs sur le capital de la Société depuis l'acquisition d'un premier bloc d'actions en juin 2017. Enfin, l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires, confrontés à la très faible liquidité de l'action. Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire. »*

*En outre, sur la base des échanges avec les parties prenantes et de l'analyse des documents et informations reçus, l'Expert Indépendant confirme l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.*

*L'Expert Indépendant indique enfin avoir reçu un courrier d'un actionnaire minoritaire de la Société daté du 15 octobre 2019 et confirme avoir tenu compte des observations de ce courrier dans son attestation d'équité.*

*[...]*

### **Conclusions du Comité des Indépendants**

*Le Président invite ensuite les membres du Comité des Indépendants à exposer oralement les conclusions de leurs travaux.*

*Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Comité des Indépendants s'est réuni à 4 reprises dont 3 avec l'Expert Indépendant afin, notamment, de procéder à une présélection de l'Expert Indépendant, de déterminer sa mission et d'échanger sur la méthodologie retenue par l'Expert Indépendant et son projet de rapport.*

*Le Comité des Indépendants 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 des Indépendants s'est également assuré (i) que les données prévisionnelles ont été transmises à l'Expert Indépendant et établies selon les procédures habituelles de la Société, et (ii) qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles à jour et produites par la Société.*

*Le Comité des Indépendants précise par ailleurs que des discussions ont eu lieu avec l'Expert Indépendant sur les observations écrites présentées par un actionnaire minoritaire.*

*Le Comité des Indépendants, lors de sa réunion du 4 novembre 2019, après avoir pris connaissance de la version finale du Rapport de l'Expert Indépendant et du Projet de Note d'Information, et sur la base des principales intentions des Co-Initiateurs pour les douze mois à venir, a relevé ce qui suit :*

*- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :*

- Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière : les Co-Initiateurs ont l'intention poursuivre les orientations stratégiques définies par le Conseil d'administration et l'équipe dirigeante actuelle de la Société en matière de développement et considèrent d'une manière générale que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;*
- Fusion et réorganisation juridique : les Co-Initiateurs n'envisagent pas d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre, sous réserve des modifications éventuellement liées à l'évolution de la gouvernance de la Société que les Co-Initiateurs estimeraient nécessaires. Les Co-Initiateurs s'attendent à des optimisations de fonctionnement et précisent que les avantages en résultant ont été intégrés dans le Prix de l'Offre. Les Co-Initiateurs ont indiqué qu'aucune opération de fusion n'est actuellement prévue à la suite de l'Offre ;*
- Composition des organes sociaux et direction de la Société : les Co-Initiateurs ont indiqué que la composition du Conseil d'administration serait amenée à évoluer afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat de la Société et le retrait de la cote de la Société à l'issue du Retrait Obligatoire ;*
- Les Co-Initiateurs ont indiqué qu'ils visent notamment à poursuivre l'effort d'harmonisation des différentes entités du groupe en intégrant pleinement la Société au sein du groupe EDF Renouvelables, ainsi qu'une simplification de la gouvernance de la Société et une simplification des procédures internes de la Société en matière de communication financière et d'audit ;*
- La Société s'appuie depuis une période récente sur les avances en compte courant de son actionnaire de contrôle pour financer ses nouveaux projets et n'envisage pas de faire appel aux marchés financiers pour se financer à l'avenir. Dès lors, la Société n'a désormais plus de bénéfice à la cotation.*
- Un retrait de la cote de la Société lui permettrait de réduire les coûts récurrents et les contraintes légales et réglementaires liés à la cotation sur un marché réglementé, ceux-ci étant devenus disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action FUTUREN.*

*- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société :*

- les Co-Initiateurs proposent aux actionnaires de la Société une liquidité sur leur participation dans un contexte de très faible liquidité de l'action FUTUREN depuis 2017 ;*
- le prix d'Offre par action proposé aux actionnaires de la Société, soit 1,15 euro, extériorise une prime de 2,7 % par rapport au cours de clôture de*

*l'action de la Société immédiatement avant l'annonce au marché de l'intention des Co-Initiateurs de déposer un projet d'Offre, soit le 30 septembre 2019 ;*

- *l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 1,15 euro fait ressortir une prime située entre 3,4 % par rapport à la valorisation par la méthode des comparables boursiers et 40,5 % par rapport à la valorisation par la méthode DCF to Equity, parmi les critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*
- *Politique de distribution des dividendes :*
  - *les Co-Initiateurs ont indiqué que la politique de distribution de dividendes sera examinée ultérieurement en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière et ses besoins financiers. Les Co-Initiateurs ont par ailleurs indiqué qu'EDF Renouvelables se réserve le droit, conformément à la loi applicable et aux statuts de la Société, par l'intermédiaire de ses représentants au Conseil d'administration, de proposer aux prochaines assemblées générales de modifier la politique de distribution de dividendes ;*
  - *l'Expert Indépendant mentionne en outre dans son rapport : « Dans le cadre de son plan de restructuration financière, mis en place en décembre 2014, la Société s'est engagée à ne pas verser de dividende préalablement au 1er janvier 2018. Elle s'est aussi engagée, sur la période courant du 1er janvier 2018 au 1er janvier 2020, à ne pas verser de dividendes supérieurs à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé. Enfin, les Co-Initiateurs ont indiqué que la politique de distribution de dividendes sera examinée ultérieurement en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière et ses besoins financiers. Compte tenu de ces éléments, Associés en Finance n'a considéré aucun versement de dividende en 2020, au titre de l'exercice 2019. À partir de l'exercice 2021, Associés en Finance a examiné l'évaluation de la Société selon deux scénarios : (i) en ne considérant aucun dividende versé avant le remboursement des avances accordées par l'actionnaire majoritaire, ce qui aboutit à un premier dividende versé en 2025 au titre de l'exercice 2024 et (ii) en considérant un dividende progressif à partir de 2021 au titre de l'exercice 2020, limité à un maximum de 50% du cash-flow généré par la Société. »*
- *Intention des membres du Conseil d'administration : les membres du Conseil d'administration ne détiennent aucune action de la Société.*
- *Sort des actions auto-détenues : la Société ne détient aucune action propre.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés de la Société :*
  - *Impact sur la politique sociale : les Co-Initiateurs indiquent que le projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et qu'ainsi l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique sociale de la Société.*

- S'agissant du retrait obligatoire des actions FUTUREN de la cotation du marché Euronext Paris :
  - les actions de la Société non encore détenues par les Co-Initiateurs et qui ne seront pas présentées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs, dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation en numéraire par action égale au prix d'Offre, soit 1,15 euro par action, nette de tous frais ;
  - l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 1,15 euro par action que les Co-Initiateurs envisagent de proposer est équitable d'un point de vue financier, y compris dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

[...]

### **Avis motivé du Conseil d'administration**

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

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

À ce titre, le Président indique que lui-même, M. Denis Rouhier, Mme Nathalie Guyot, Mme Géraldine Anceau et Mme Maud de Galard, ayant été nommés sur proposition d'EDF Renouvelables, sont en situation de conflit d'intérêts potentiel relative à l'Offre, et, dès lors, exerceront leur vote dans le sens du vote dégagé par le vote des deux administrateurs indépendants afin que les délibérations du Conseil relatives à l'Offre respectent les règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce.

À la lumière des objectifs et intentions exprimés par les Co-Initiateurs, des conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant et sur recommandation du Comité des Indépendants, les membres du Conseil d'administration, après un échange de vues approfondi sur cette base, à l'unanimité des membres présents et représentés, et dans les conditions de vote précitées :

- prennent acte que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire ;
- estiment en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- considèrent que l'Offre représente une opportunité pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité significative,

*immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant ;*

- *recommandent aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre seront transférées aux Co-Initiateurs dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 1,15 euro par action FUTUREN, nette de tout frais ;*
- *approuvent le Projet de Note en Réponse ;*
- *approuvent le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse qui leur a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du RG AMF ; et*
- *donnent tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de :*
  - *finaliser la documentation d'Offre et notamment le Projet de Note en Réponse de la Société ;*
  - *signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
  - *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire ; et*
  - *plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse. »*

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

Les membres du Conseil d'administration de la Société ne détiennent pas d'Actions.

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

A la date de la présente Note en Réponse, la Société ne détient aucune de ses propres Actions.

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

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre, ou leurs actionnaires, susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

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

### 7.1 Structure et répartition du capital

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 27.790.050,50 euros, divisé en 277.900.905 actions ordinaires de dix centimes (0,10) d'euro de valeur nominale chacune, représentant 278.340.695 droits de vote théoriques<sup>16</sup>.

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

	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote
EDF Renouvelables	227.496.804	81,86 %	227.496.804	81,73 %
EDF EN Belgium	24.007.685	8,64 %	24.007.685	8,63 %
Sous-total Co-Initiateurs	251.504.489	90,50 %	251.504.489	90,36 %
Autres	26.396.416	9,50 %	26.836.206	9,64 %
<b>TOTAL</b>	<b>277.900.905</b>	<b>100,00 %</b>	<b>278.340.695</b>	<b>100,00 %</b>

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

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun droit, titre de capital ni aucun autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de FUTUREN autres que les Actions.

Il n'existe aucun plan d'options de souscriptions d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

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

#### 7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions

##### (A) Obligation de déclaration de franchissement de seuils

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

<sup>16</sup> Au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF.

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

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

**(B) Transfert d'actions**

L'article 9 des statuts de la Société prévoit que les Actions sont librement négociables sauf exception prévue par la loi et aucune limitation des transferts d'Actions n'est stipulée.

**(C) Droits de vote double**

L'article 23.3 des statuts de la Société prévoit par ailleurs l'attribution d'un droit de vote double aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire, soit de nationalité française, soit ressortissant d'un État membre de l'Union Européenne. Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double bénéficiera, dès leur émission, aux Actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'Actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit. En revanche, toute Action transférée en propriété perd le droit de vote double sous réserve des exceptions prévues par la loi.

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

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

À la date de la présente Note en Réponse, aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société.

**7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres**

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce :

- les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi en hausse, le 6 mars 2019, les seuils de 90 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir directement et par



assimilation 250.632.545 Actions représentant 90,23 % du capital et 90,09 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>17</sup> ;

- les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi en hausse, le 31 juillet 2019, le seuil de 90 % du capital de la Société et le 21 novembre 2019, le seuil de 90 % des droits de vote de la Société et détenir directement 251.504.489 Actions représentant 90,50 % du capital et 90,36 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>18</sup>. Ces franchissements de seuils résultent de l'entrée en possession par EDF Renouvelables d'Actions préalablement assimilées.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe 7.2.1(C) ci-dessus.

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

Néant.

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

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

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

##### **7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration**

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

##### **7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts**

Conformément à l'article 22 des statuts de la Société, les assemblées générales ordinaires et extraordinaires, statuant dans les conditions de majorité prescrites par les dispositions qui les régissent respectivement, exercent les pouvoirs qui leur sont attribués par la loi.

---

<sup>17</sup> Par courriers adressés à la Société en dates du 12 mars 2019 et du 29 octobre 2019 et sur la base d'un nombre total de 277.776.587 Actions et 278.216.770 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF au 31 janvier 2019, tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 7 mars 2019.

<sup>18</sup> Sur la base d'un nombre total de 277.900.905 Actions et de 278.340.695 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

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

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose des autorisations et délégations financières suivantes :

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Type	Objet	Durée et limite de validité	Plafond	Utilisation effective de ces délégations / autorisations au cours de l'exercice
18 juin 2018	16 <sup>ème</sup>	Délégation de compétence	Émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance donnant accès à des titres de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois 18 août 2020	Plafond en capital (valeur nominale) : 30 millions d'euros <sup>(1)</sup>  Plafond en dette (valeur nominale) : 200 millions d'euros <sup>(1)</sup>	Néant
18 juin 2018	18 <sup>ème</sup>	Délégation de compétence	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital social, avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois 18 août 2020	Plafond prévu par les dispositions législatives et réglementaires applicables au jour de l'émission sous réserve des plafonds ci-dessous  Plafond en capital (valeur nominale) : 30 millions d'euros <sup>(1)</sup>  Plafond en dette (valeur nominale) : 200 millions d'euros <sup>(1)</sup>	Néant
<i>L'autorisation suivante, valable jusqu'au 31 décembre 2019, est devenue sans objet à la suite du remboursement anticipé par la Société, le 28 août 2019, de la totalité des OCEANE restant en circulation.</i>						
3 novembre 2014	4 <sup>ème</sup>	Autorisation	Augmentation de capital afin de permettre la conversion des 8 225 770 OCEANE en circulation au 3 novembre 2014	31 décembre 2019	Montant nominal maximum de 7 585 805 euros, auquel s'ajoutera, le cas échéant, le montant nominal supplémentaire des actions à émettre pour préserver les droits des titulaires d'OCEANE, conformément aux conditions prévues par la loi et le contrat d'émission modifié des OCEANE.	Création de 1.118 actions suite à la conversion de 500 OCEANE.

<sup>(1)</sup> Plafond commun

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

La Société étant déjà contrôlée par les Co-Initiateurs, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle.

7.10 **Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent, ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8. **AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE**

Non applicable, la Société employant moins de 50 salariés.

9. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

Il est rappelé que conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion du 30 septembre 2019, mis en place un Comité des Indépendants dont la composition est décrite au paragraphe 3 de la présente Note en Réponse.

Conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1° et 261-1, II du RG AMF, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Aurélien Bricout a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société en date du 30 septembre 2019, sur recommandation du Comité des Indépendants, à l'issue d'un processus de présélection, sur la base des différentes propositions reçues par des cabinets d'expertise indépendante ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts, et après discussions avec plusieurs d'entre eux.

En application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, l'expert indépendant est chargé dans le cadre de l'Offre, (i) d'établir un rapport sur le caractère équitable du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre du Retrait Obligatoire, (ii) de procéder à une revue critique du rapport d'évaluation de Crédit Agricole CIB en tant que banque présentatrice de l'Offre, (iii) d'analyser et de prendre en compte les observations susceptibles d'être reçues directement ou indirectement d'actionnaires minoritaires et (iv) de s'assurer de l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

Le rapport de l'expert indépendant présenté lors du Conseil d'administration de la Société du 4 novembre 2019 et tel que figurant en Annexe 1 du projet de note en réponse de la Société déposé le 5 novembre 2019 auprès de l'AMF, a été modifié pour tenir compte des courriers provenant d'actionnaires minoritaires transmis à l'AMF depuis le dépôt de l'Offre. Le rapport de l'expert ainsi modifié, en date du 26 novembre 2019, inclut les observations de l'expert sur ces courriers, lesquelles ne remettent en cause ni sa substance, ni les conclusions telles que présentées au Conseil d'administration de FUTUREN.

Ce rapport, en date du 4 novembre 2019 tel que révisé le 26 novembre 2019, est reproduit en intégralité en **Annexe 1**.

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

En application de l'article 231-28 du RG AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront également disponibles sur les sites Internet de la Société ([www.futuren-group.com](http://www.futuren-group.com)) et de

l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société sis Cœur Défense, 100, esplanade du Général de Gaulle, 92932 Paris La Défense Cedex.

11. **PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

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

**Monsieur Alexandre Morin**  
Directeur Général de FUTUREN

**ANNEXE 1**  
**Rapport de l'Expert Indépendant**



**RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE**

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE PAR UN RETRAIT  
OBLIGATOIRE SUR LES ACTIONS FUTUREN**

Le 26 novembre 2019



## SOMMAIRE

<b>I.</b>	<b>Mission et moyens .....</b>	<b>4</b>
<b>II.</b>	<b>Organigramme et historique de FUTUREN.....</b>	<b>7</b>
	<b>II.A. Organisation des activités de FUTUREN .....</b>	<b>7</b>
	<b>II.B. Historique de FUTUREN.....</b>	<b>8</b>
<b>III.</b>	<b>Examen des conditions de l’Offre et actionnariat.....</b>	<b>11</b>
	<b>III.A. Exercice des promesses de vente et d’achat .....</b>	<b>11</b>
	<b>III.B. Acquisition d’actions dans le cadre d’un contrat de vente à terme.....</b>	<b>11</b>
	<b>III.C. Contrat d’émission modifié des OCEANE.....</b>	<b>11</b>
	<b>III.D. Actionnariat.....</b>	<b>12</b>
<b>IV.</b>	<b>FUTUREN : présentation, analyse et stratégie.....</b>	<b>13</b>
	<b>IV.A. Description détaillée des activités de FUTUREN.....</b>	<b>13</b>
	IV.A.1. Activité de vente d’électricité .....	13
	IV.A.2. Activité de développement et gestion de parcs .....	14
	IV.A.3. Autres Activités .....	14
	IV.A.4. Répartition géographique .....	15
	<b>IV.B. Marché et réglementations .....</b>	<b>17</b>
	IV.B.1. Modèle de développement d’un parc éolien .....	17
	IV.B.2. Le marché de l’électricité éolienne .....	18
	IV.B.3. Réglementations .....	21
	<b>IV.C. Fondamentaux de l’environnement opérationnel.....</b>	<b>23</b>
	<b>IV.D. Analyse financière de FUTUREN .....</b>	<b>25</b>
	IV.D.1. Compte de résultat.....	25
	IV.D.2. Bilan.....	27
	IV.D.3. Tableau de flux de trésorerie.....	29
<b>V.</b>	<b>Evaluation de FUTUREN .....</b>	<b>30</b>
	<b>V.A. Méthodes de valorisation écartées.....</b>	<b>30</b>
	V.A.1. Méthode de l’actif net réévalué.....	30
	V.A.2. Valorisation par les dividendes.....	30
	V.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers.....	30
	<b>V.B. Références et méthodes de valorisation retenues .....</b>	<b>30</b>
	V.B.1. Nombre d’actions retenu pour l’évaluation et éléments de passage entre la valeur d’entreprise et la valeur des fonds propres.....	31
	V.B.2. Méthode de l’actif net comptable (à titre indicatif).....	32
	V.B.3. Analyse de l’évolution du cours de l’action FUTUREN .....	33

V.B.4. Transactions récentes réalisées sur le capital de FUTUREN .....	36
V.B.5. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie.....	37
V.B.5.a. Méthodologie .....	37
V.B.5.b. Estimation des flux prévisionnels .....	37
V.B.5.c. Estimation du coût des ressources de financement .....	41
V.B.5.d. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	43
V.B.5.e. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie..	44
V.B.5.f. Analyse de sensibilité de la valorisation.....	45
V.B.6. Méthode des comparables boursiers (à titre principal) .....	46
V.B.7. Méthode des transactions de comparables (à titre indicatif) .....	48
<b>VI. Analyse des travaux de la banque présentatrice .....</b>	<b>51</b>
<b>VI.A. Les méthodes écartées et retenues .....</b>	<b>51</b>
<b>VI.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds     propres.....</b>	<b>51</b>
<b>VI.C. Méthodes retenues par Associés en Finance.....</b>	<b>52</b>
VI.C.1. Référence au cours de bourse .....	52
VI.C.2. L'actualisation des flux prévisionnels.....	52
VI.C.3. Méthode des comparables boursiers.....	54
VI.C.4. Transactions réalisées sur le capital de FUTUREN.....	54
VI.C.5. L'actif net comptable .....	54
VI.C.6. Méthode des transactions de comparables .....	54
<b>VI.D. Synthèse .....</b>	<b>56</b>
<b>VII. Observations d'actionnaire(s) minoritaire(s).....</b>	<b>57</b>
<b>VIII. Conclusion.....</b>	<b>60</b>
<b>IX. Annexes .....</b>	<b>62</b>
<b>IX.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission.....</b>	<b>62</b>
<b>IX.B. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival® .....</b>	<b>66</b>
<b>IX.C. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur.....</b>	<b>69</b>
<b>IX.D. Annexe 4 : détail des comparables boursiers .....</b>	<b>71</b>



## I. Mission et moyens

### Contexte

FUTUREN (ci-après « **FUTUREN** » ou la « **Société** ») est un groupe actif dans le domaine de l'électricité d'origine éolienne. La société opère sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur, du développement, à l'exploitation en passant par la construction des parcs éoliens. FUTUREN focalise son activité dans 4 pays sélectionnés à la fois pour leur politique favorable au développement des énergies renouvelables, mais également pour leur complémentarité en matière de production d'énergie éolienne : la France, l'Allemagne, l'Italie et le Maroc.

Un processus de transition actionnariale a été engagé à partir de l'été 2016 par la Société afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance. Ce processus a été réalisé à la suite d'une offre publique déposée par un concert (ci-après le « **Concert** ») mené par le fonds Boussard & Gavaudan<sup>1</sup> le 6 juin 2016.

En avril 2017, FUTUREN et le concert d'actionnaires majoritaires entrent en négociations avec EDF Renouvelable (ci-après « **EDFR** » et anciennement EDF Energies Nouvelles). Le 9 juin 2017, EDF est devenu le premier actionnaire de FUTUREN via ses filiales EDFR et EDF Energies Nouvelles Belgium (ci-après « **EDF EN Belgium** ») après le rachat d'un bloc de 67,2% du capital.

À la suite de cette opération, le 20 juin 2017, les Co-Initiateurs ont initié une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les titres FUTUREN au prix de 1,15 € par action (ci-après l'« **OPAS** »), comportant la possibilité de réaliser une procédure de retrait obligatoire. À l'issue de l'OPAS, EDFR détenait 87,5% du capital, et n'a donc pas pu lancer une procédure de retrait obligatoire.

Le 13 mars 2019, EDFR et sa filiale à 99,99% EDF EN Belgium (ci-après les « **Co-Initiateurs** »), ont déclaré avoir franchi les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société, satisfaisant désormais les conditions pour initier une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, dont le seuil de déclenchement a été abaissé à 90% depuis l'adoption de la loi PACTE en mai 2019.

Le 1<sup>er</sup> octobre 2019, les Co-Initiateurs ont annoncé leur intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« **OPR-RO** » ou l'« **Offre** ») sur les actions FUTUREN au prix de 1,15 € par action (ci-après le « **Prix d'Offre** »). Le projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») le 4 novembre 2019, date du présent rapport.

### Présentation de l'initiateur

EDFR est un leader international de l'électricité renouvelable avec une puissance installée de près de 12,5 GW bruts dans le monde. Son développement est centré principalement sur l'éolien et le solaire photovoltaïque. Majoritairement présent en Europe et en Amérique du Nord, EDFR poursuit son développement en prenant position sur des marchés émergents prometteurs tels que : le Brésil, la Chine, l'Inde, l'Afrique du Sud et le Moyen-Orient. EDFR, qui se positionne fortement dans la filière de l'éolien en mer, est également présent sur d'autres filières d'énergies renouvelables comme le stockage d'énergie. EDFR assure le développement et la construction de projets d'énergie renouvelable ainsi que leur exploitation-maintenance, pour compte propre et pour compte de tiers. EDFR est la filiale du groupe EDF dédiée au développement des énergies solaires et éoliennes.

---

<sup>1</sup> Concert composé de BG Select Investments (Ireland) Limited, BG Master Fund IcaV, BG Long Term Value, Boussard & Gavaudan SICAV, Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik

## **Mission d'Associés en Finance**

Le 30 septembre 2019, sur recommandation du Comité des Indépendants, le Conseil d'Administration de FUTUREN a désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant à l'effet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, conformément à l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF. L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que les Co-Initiateurs de l'Offre détiennent déjà le contrôle de la Société (article 261.1 I alinéa 1 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire va être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'OPR-RO initiée par les Co-Initiateurs au même prix que la précédente OPAS réalisée en juin 2017, soit 1,15 € en numéraire par action de la Société. L'Offre porte sur la totalité des actions existantes non détenues par les Co-Initiateurs.

Par courriers adressés à la Société en date du 12 mars 2019 et du 29 octobre 2019, les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi en hausse, le 6 mars 2019, les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société et détenir à cette date, directement et par assimilation, 250 632 545 actions FUTUREN et autant de droits de vote, soit 90,23 % du capital et 90,09 % des droits de vote théoriques de la Société.

Au titre de l'assimilation (article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce), 1 000 000 d'actions et autant de droits de vote représentant 0,36% du capital et 0,36% des droits de vote théoriques de la Société font l'objet d'une convention de liquidité conclue entre EDFR, EDF EN Belgium et l'ancien directeur général de la Société. A ce titre, EDFR est en droit d'acquiescer en vertu d'une option d'achat ces actions jusqu'au 31 janvier 2020 et a l'intention d'exercer son option d'achat au cours de la période comprise entre la date de dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF et l'ouverture de l'Offre.

Au total, au 4 novembre 2019, les Co-Initiateurs détiennent de concert, directement et par assimilation, 251 504 489 actions représentant 90,50% du capital et 90,36% des droits de vote théoriques de la Société.

Sur la base des échanges avec les parties prenantes et de l'analyse des documents et informations reçus, Associés en Finance confirme l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

## **Indépendance**

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit 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.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien 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 ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance : en particulier, Associés en Finance n'est pas intervenu lors des 18 mois précédant sa désignation en tant qu'expert indépendant sur des offres publiques sur lesquelles Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « **CA-CIB** ») était établissement présentateur ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

### **Avertissement**

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par FUTUREN, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de FUTUREN 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 la Société pourrait 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 que 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 de FUTUREN quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

### **Déroulement de la mission d'Associés en Finance**

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de FUTUREN du 30 septembre 2019, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 30 septembre 2019 au 26 novembre 2019. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 31 octobre 2019 tandis que la comparaison du prix d'Offre avec le cours de FUTUREN a été menée à la veille de l'annonce de l'Offre, soit le 30 septembre 2019. Le présent rapport en date du 26 novembre 2019 tient compte des observations provenant d'actionnaires minoritaires suite à la publication du précédent rapport, qui ont été analysées et dont les remarques ont été considérées dans l'appréciation de l'Offre.

## II. Organigramme et historique de FUTUREN

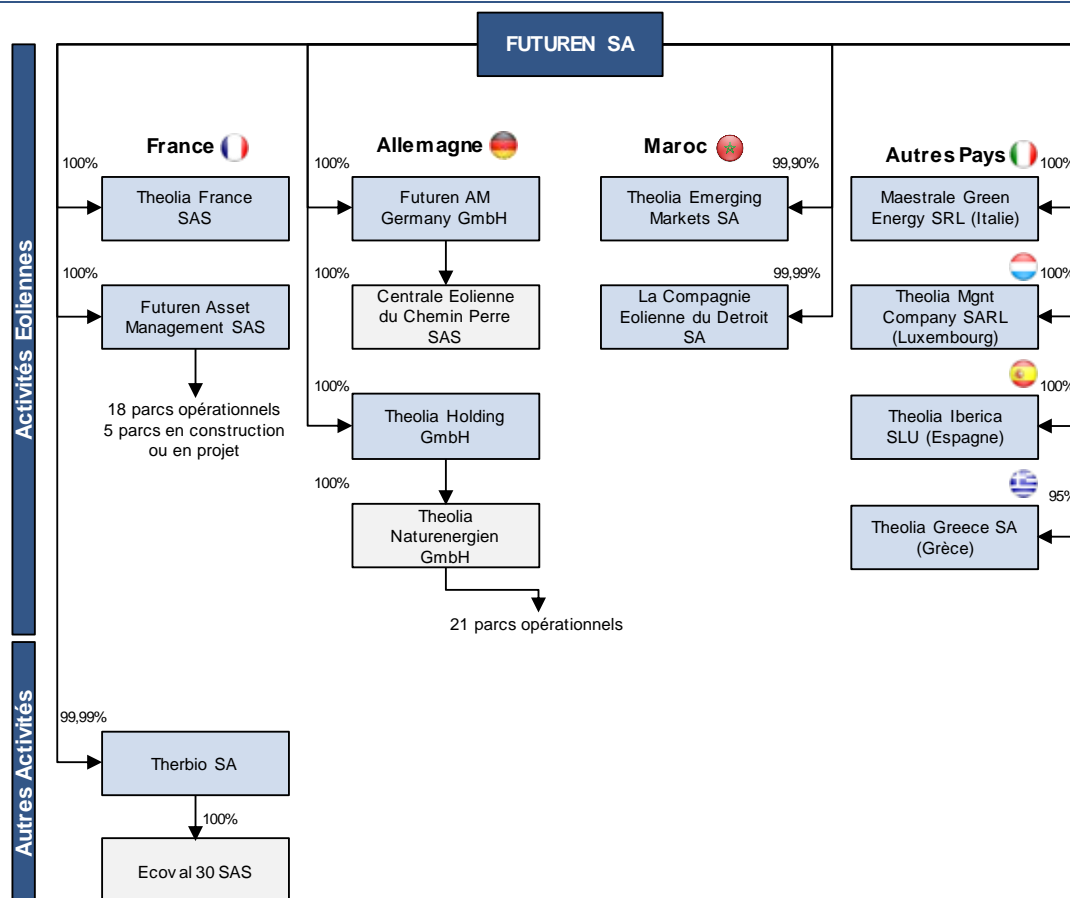
FUTUREN (anciennement Theolia) est une société française productrice d'électricité d'origine éolienne créée en 1999. Les actions qui composent le capital sont cotées depuis 2015 sur le compartiment B d'Euronext (elles étaient auparavant cotées sur le compartiment C d'Euronext). Le groupe FUTUREN emploie 102 collaborateurs au 30 juin 2019.

La Société est présente sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur éolien, de la prospection à l'exploitation. FUTUREN développe, construit et exploite des parcs éoliens dans quatre pays : l'Allemagne, la France, le Maroc et l'Italie. Au total, au 30 juin 2019, la Société gère 668 MW pour son propre compte et pour le compte de tiers.

### II.A. Organisation des activités de FUTUREN

Les activités de FUTUREN se répartissent en trois branches que sont l'activité de vente d'électricité, l'activité de développement et gestion de parcs et les autres activités :

- L'activité de vente d'électricité comprend les revenus issus de la vente d'électricité produite par les fermes éoliennes opérationnelles détenues et contrôlées par le groupe FUTUREN en France, en Allemagne, au Maroc et en Italie ;
- L'activité de développement et gestions de parcs comprend (i) la facturation de prestations de développement et de construction réalisées pour le compte de tiers (lorsqu'il y en a), (ii) les honoraires de gestion des parcs éoliens exploités pour le compte de tiers, ainsi que (iii) pour un nombre limité de parcs, le produit de la vente de l'électricité produite pour le compte de tiers conformément aux contrats de prestation de services incluant des garanties de performance ;
- Les autres activités correspondent au traitement des déchets ménagers par tri compostage effectué par sa filiale Ecoval 30.

**Figure 1 : Organigramme de Futuren à fin octobre 2019**


Source : FUTUREN

## II.B. Historique de FUTUREN

Créée en 1999 sous le nom de PMB Finance, la Société a connu une forte croissance en menant une stratégie de croissance externe ambitieuse :

- acquisition en 2005 du développeur français Ventura ;
- acquisition de la société allemande Natenco en 2006 ;
- acquisition d'un portefeuille de parcs à GE Energy Financial Services en 2007 ;
- acquisition en 2007 du développeur italien Maestrale Green Energy ;
- acquisition de la Compagnie Eolienne du Détroit qui exploite un parc éolien au Maroc en 2008.

Leurs prix d'acquisition se sont parfois révélés excessifs ce qui a conduit de manière récurrente à constater des pertes de valeur.

En 2007, le Groupe a émis des Obligations Convertibles et/ou Échangeables en Actions Nouvelles ou Existantes (ci-après « **OCEANE** »). Le processus de redressement a nécessité la restructuration de cette émission à 2 reprises, en 2010 puis en 2014. Cette seconde restructuration a nécessité la réalisation d'une augmentation de capital d'un montant de 59,8 M€.

En 2013, la société MEIF 4 AX Holding, contrôlée par le fonds d'investissements Macquarie, a déposé une offre publique d'achat volontaire sur les titres de la Société. Le seuil de renoncement fixé par l'initiateur de 2/3 des droits de vote sur une base non diluée n'ayant pas été atteint, l'offre n'a pas eu de suite et les ordres d'apport passés ont été caducs.

En 2015, la Société change de dénomination sociale pour devenir FUTUREN. Cette même année, la Société met en service un parc éolien de 21 MW, la Haute Borne et dispose d'un portefeuille de nouveaux projets éoliens ayant obtenu toutes les autorisations nécessaires à leur installation et exploitation s'élevant à 199 MW.

Début juin 2016, suite à la conclusion d'un pacte entre les principaux actionnaires de FUTUREN, le Concert formé par ces derniers annonce avoir franchi, à la hausse, le seuil de 30% du capital et des droits de vote et dépose une offre publique d'achat simplifiée. A la clôture de l'offre en août 2016, le Concert détenait 62,7% du capital et 63,7% des droits de vote théoriques, ainsi que 94,2% des OCEANE en circulation.

Dans ce contexte, au regard de l'intention des membres du Concert de céder à court ou moyen terme leur participation, la Société a procédé à une analyse des options stratégiques et des possibles évolutions de FUTUREN et de son actionnariat afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance. L'opportunité de rapprochement de FUTUREN s'inscrivant dans sa stratégie de croissance, EDFR a participé à ce processus compétitif de sélection d'un actionnaire de contrôle.

Le 24 avril 2017, le Concert a conclu avec EDFR un accord préliminaire ouvrant une période de négociations exclusives pour l'acquisition de 139 775 131 Actions pour un prix de 1,15 € par action de la Société, et de 5 844 500 OCEANE pour un prix de 9,37 € (coupon détaché) par OCEANE en circulation (ci-après l'« **Acquisition du Bloc** »). L'acquisition du Bloc a été réalisée le 9 juin 2017 et EDFR est devenu actionnaire de la Société à hauteur de 61,59% du capital et 59,56% des droits de vote<sup>2</sup> de la Société et 96,05% des OCEANE en circulation. Le 20 juin 2017, EDFR a déposé une offre publique d'achat simplifiée, à l'issue de laquelle il détenait 87,5%<sup>3</sup> du capital de FUTUREN.

Au cours du premier semestre 2019, poursuivant son développement en bénéficiant du financement de son nouvel actionnaire stratégique, FUTUREN a mis en service 20 MW (après avoir mis en service 41 MW sur l'exercice 2018) et mis en construction 28 MW. Le 21 mai 2019, FUTUREN a racheté les parts que Badenova et IWB détenaient dans Theolia Utilities Investment Company (ci-après « **TUIC** »), un véhicule d'investissement spécialisé dans l'acquisition et l'exploitation de parcs éoliens, principalement en France. TUIC a été fondé en 2011 pour acheter, construire et exploiter des projets éoliens. FUTUREN détenait 40 % de TUIC, Badenova et IWB 30 % chacun. TUIC détient aujourd'hui quatre parcs éoliens en France, pour une capacité installée cumulée d'environ 68 MW.

Le 1<sup>er</sup> octobre 2019, EDFR a annoncé son intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait suivi d'un Retrait Obligatoire au prix de 1,15 € par action FUTUREN.

---

<sup>2</sup> Sur la base d'un nombre total de 226 935 450 actions conformément au communiqué de la Société en date du 24 mai 2017

<sup>3</sup> Incluant la détention par assimilation de 1 640 565 actions en période de conservation détenues par Fady Khallouf et compte tenu de la conversion, le 14 juillet 2017, de 5 916 569 OCEANES détenues par le groupe EDF Energies Nouvelles en 48 279 202 actions.

Figure 2 : Historique de FUTUREN



Source : FUTUREN

### III. Examen des conditions de l'Offre et actionariat

#### III.A. Exercice des promesses de vente et d'achat

Aux termes d'un accord cadre (*Framework Agreement*) en date du 19 mai 2017 (avenant du 9 janvier 2018), les Co-Initiateurs et l'ancien directeur général de FUTUREN ont conclu une promesse d'achat et de vente croisée portant sur 2 640 565 actions de la Société. EDFR a exercé en janvier 2018 son option d'achat portant sur 140 565 actions et le 11 janvier 2019 son option d'achat portant sur 1 500 000 actions détenues par l'ancien directeur général de FUTUREN. EDFR a l'intention d'acquérir le solde<sup>4</sup> de 1 000 000 d'actions concernées par la promesse croisée avant l'ouverture de l'Offre sur la base d'un prix correspondant au montant le plus élevé entre le prix offert dans le cadre de l'OPAS, soit 1,15 € par action et le prix offert dans le cadre du Retrait Obligatoire.

EDFR a également conclu des promesses de vente et d'achat croisées avec 43 salariés de la Société portant sur 764 800 actions entre le 7 juillet 2017 et le 8 décembre 2017. Le 17 juin 2019, les 43 salariés ont exercé leur option de vente et ont cédé à EDFR l'intégralité des actions sous promesse.

#### III.B. Acquisition d'actions dans le cadre d'un contrat de vente à terme

Le 22 septembre 2017, EDFR a conclu un contrat à terme sur deux ans portant sur les actions FUTUREN dans la limite de 20 millions d'actions FUTUREN. Le prix unitaire et le montant de l'opération n'étaient pas déterminés à la date de mise en place du contrat.

Les Co-Investisseurs ont franchi le 6 mars 2019 par assimilation les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société. Le contrat a ensuite été dénoué par anticipation le 22 juillet 2019. Dans le cadre de ce contrat, EDFR a acquis un total de 6 874 360 actions FUTUREN pour un montant total de 7,8 M€ soit un prix unitaire moyen de 1,13 €<sup>5</sup>. Aucune des actions détenues par les Co-Investisseurs n'a été acquise à un prix supérieur à 1,15 €, les acquisitions ayant été réalisées à des prix compris entre 1,125 € et 1,150 €.

#### III.C. Contrat d'émission modifié des OCEANE

FUTUREN a informé les porteurs des OCEANE le 26 juillet 2019 que les OCEANE restant en circulation représentaient moins de 10% du nombre total d'OCEANE émises initialement. Au titre du contrat d'émission modifié des OCEANE<sup>6</sup>, la Société a procédé, le 28 août 2019, au remboursement anticipé de la totalité des OCEANE restant en circulation conformément aux termes du contrat d'émission modifié.

---

<sup>4</sup> Les conditions de cette Option d'Achat correspondent à la description figurant aux paragraphes 1.4.2 et 2.3.3 de la note d'information des Co-Initiateurs relative à l'OPAS visée sous le numéro<sup>o</sup>17-324 en date du 4 juillet 2017

<sup>5</sup> Document AMF n<sup>o</sup> 2019DD628096

<sup>6</sup> Article 4.9.4 du contrat d'émission des OCEANE figurant en annexe de la note d'opération relative à l'émission et l'admission d'actions assorties de bons de souscription d'actions dont le prospectus a reçu en le visa n<sup>o</sup>14-591 le 7 novembre 2014 de l'Autorité des marchés financiers

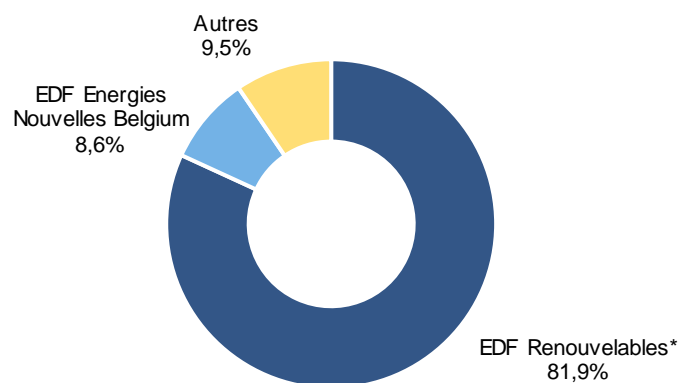


### III.D. Actionnariat

Suite à une prise de participation majoritaire intervenue le 9 juin 2017, suivie d'une offre publique d'achat ouverte du 6 juillet 2017 au 19 juillet 2017, les Co-Initiateurs détenaient, après conversion de la totalité des OCEANE détenues en date du 14 juillet 2017, 87,52 % du capital et 87,23 % des droits de vote FUTUREN.

Le 12 mars 2019, EDFR a déclaré avoir franchi en hausse les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la société FUTUREN, tout en poursuivant l'acquisition d'actions au travers du contrat à terme dénoué en juillet 2019. La Figure 3 présente l'actionnariat de FUTUREN à la date du présent rapport.

Figure 3 : Actionnariat de FUTUREN au 4 novembre 2019



Source : FUTUREN

\*EDFR détient par assimilation 1 000 000 actions détenues par M. Fady Khallouf, faisant l'objet de conventions de liquidité en date du 19 mai 2017, exerçables jusqu'au 31 janvier 2020

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues directement par les Co-Initiateurs, soit, à la connaissance des Co-Initiateurs à la date du dépôt du projet d'Offre, un nombre de 27 396 416 actions représentant 9,86 % du capital social de la Société, en ce compris 1.000.000 d'actions faisant l'objet d'une option d'achat au bénéfice des Co-Initiateurs.

## IV. FUTUREN : présentation, analyse et stratégie

### IV.A. Description détaillée des activités de FUTUREN

FUTUREN est un producteur d'électricité d'origine éolienne, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur. Son expertise va de la prospection de nouveaux sites à l'exploitation de parcs éoliens en passant par le développement des projets et leur construction.

Les activités de FUTUREN se répartissent en trois branches d'activités : la vente d'électricité, le développement et la gestion de parcs, et le traitement des déchets ménagers par tri compostage (classé en autres activités).

#### IV.A.1. Activité de vente d'électricité

Cette activité correspond à l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre. FUTUREN détient et exploite des sites en France, en Allemagne, en Italie et au Maroc. Au 30 juin 2019, la Société disposait d'une capacité d'exploitation pour compte propre de 448 MW, dont 220 MW en France en progression par rapport à fin 2018 du fait de 2 mises en service :

- le parc éolien de Faydunes en avril 2019 dans le département de l'Aveyron. Ce parc comprend 6 éoliennes, pour une capacité totale de 13,8 MW ;
- le parc éolien de Joncels en juin 2019 dans le département de l'Hérault. Ce parc comprend 7 éoliennes, pour une capacité totale de 6,3 MW ;

Le chiffre d'affaires de cette activité correspond aux revenus issus de la vente d'électricité aux gestionnaires des réseaux locaux, dont les prix sont adossés à des contrats de rachat de l'électricité produite à tarifs garantis sur 15 à 20 ans en fonction des pays. Au terme de ces contrats, l'électricité produite par le parc est vendue au prix de marché sur la durée de vie résiduelle, d'environ 5 ans. Le taux de marge d'EBITDA est élevé, dans la mesure où l'activité est essentiellement capitalistique avec des coûts d'exploitation faibles.

En effet, l'éolien nécessite des investissements initiaux significatifs. Chaque nouveau projet est logé dans une société support de projet (ci-après « SSP ») qui détient les actifs du parc et qui souscrit des emprunts pour financer les investissements nécessaires, à hauteur d'environ 80%. Les financements de projets sont conçus pour ne pas dépasser la période de garantie des tarifs de rachat d'électricité dont bénéficient les parcs éoliens selon les réglementations en vigueur. Depuis la prise de contrôle par le groupe EDFR, FUTUREN bénéficie d'avances accordées par son actionnaire majoritaire pour le financement de nouveaux parcs. En 2018, la Société a financé l'intégralité de la construction de ses nouveaux parcs éoliens par ce biais.

Pour renforcer sa capacité d'investissement, la Société avait mis en place en 2011 un véhicule d'investissement, TUIC, avec comme partenaires les sociétés IWB et Badenova. FUTUREN était actionnaire de la société à hauteur de 40% et pouvait céder certains projets de son portefeuille à TUIC pour limiter les fonds propres immobilisés et optimiser sa gestion de trésorerie. Néanmoins la dernière cession par la Société remonte à 2014. Le 21 mai 2019, FUTUREN a procédé à l'acquisition des parts détenues par IWB et Badenova dans TUIC, qui détient aujourd'hui 4 parcs éoliens en France, pour une capacité installée cumulée d'environ 68 MW.

Le taux de rentabilité de chaque projet dépend du tarif garanti, du régime de vent du site sur lequel le projet est installé, de l'investissement réalisé et de la structure financière du projet.

Au terme de la vie des éoliennes, le parc peut faire l'objet d'un redéveloppement (le *repowering*) qui consiste à installer des éoliennes de nouvelle génération afin de redynamiser la productivité ou peut être démantelé. Le *repowering* est l'un des relais de croissance en Allemagne, marché mature incontournable.

Les perspectives de cette activité reposent sur la tarification garantie sur une durée comprise entre 15 et 20 ans, au terme de laquelle l'électricité produite peut être vendue au prix de marché sur sa durée de vie résiduelle. La décision de construire un nouveau parc dépend également du vent attendu sur le site, du coût des investissements et de la structure financière de la SSP.

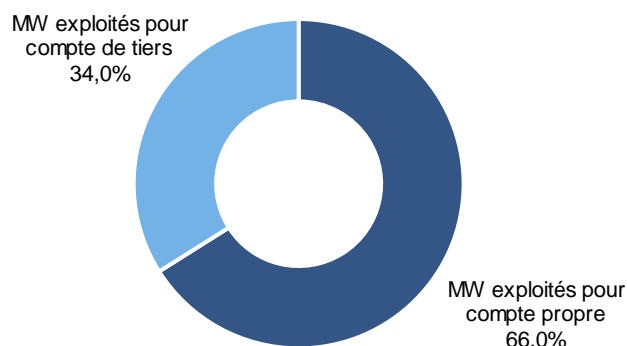
#### IV.A.2. Activité de développement et gestion de parcs

L'activité Développement et gestion de parcs consiste dans le développement et la construction de parcs éoliens pour le compte de tiers ainsi que l'exploitation pour le compte de tiers.

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

Au 31 décembre 2018, FUTUREN gérait et exploitait pour le compte de tiers une capacité de production de 220 MW en Allemagne.

Figure 4 : Répartition des MW bruts exploités par FUTUREN au 31 décembre 2018



Source : FUTUREN

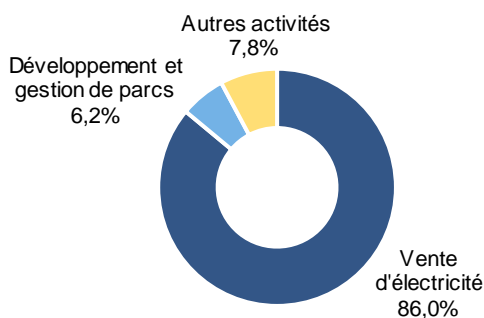
#### IV.A.3. Autres Activités

Ce pôle d'activité regroupe le traitement des déchets ménagers par tri compostage effectué par la société Ecoval 30. Ecoval 30 est basée dans le sud de la France, à Beaucaire (Gard). L'activité de la filiale de FUTUREN consiste dans la transformation des déchets en compost, ainsi que de la gestion des déchets non transformables.

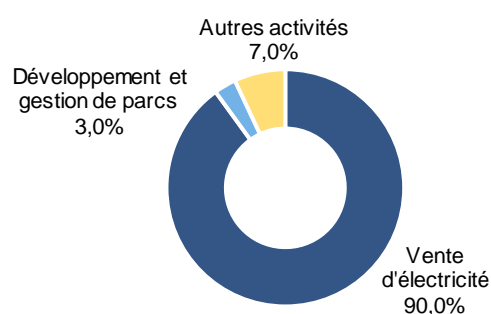
Jusqu'en 2017, FUTUREN était dans une démarche active en vue de sa cession. Les discussions avancées en vue de cette cession n'ayant pas abouti, FUTUREN a entamé fin 2018 une procédure de médiation visant à restaurer son équilibre financier. La médiation s'est achevée le 3 septembre 2019 sans avoir permis d'aboutir à un accord. Pendant la médiation, FUTUREN a accordé de nouvelles

avances à Ecoval 30, remboursables le 31 août 2019. N'étant pas en mesure d'honorer cet engagement, Ecoval 30 a été placée en cessation de paiement.

**Figure 5 : Répartition du chiffre d'affaires par activités au 31 décembre 2018**



**Figure 6 : Répartition du chiffre d'affaires par activités au 30 juin 2019**



Source : FUTUREN

#### IV.A.4. Répartition géographique

FUTUREN produit de l'électricité dans quatre pays : la France, l'Allemagne, le Maroc et l'Italie. La Société dispose de nombreux parcs éoliens en France mais c'est en Allemagne qu'elle exploite, pour compte propre et pour compte de tiers, le plus de MW.

FUTUREN exploite également des parcs éoliens pour compte propre en Italie et au Maroc. Le parc de Koudia al Baida, situé à Tétouan près de Tanger, est l'un des plus importants de la société avec 84 éoliennes pour 50,4 MW exploités. Le site, mis en service en 2000, vend l'électricité produite à l'Office National de l'Électricité et de l'Eau Potable du Maroc (ONEE) selon les modalités d'un contrat de concession à long terme qui a pris fin le 29 août 2019.

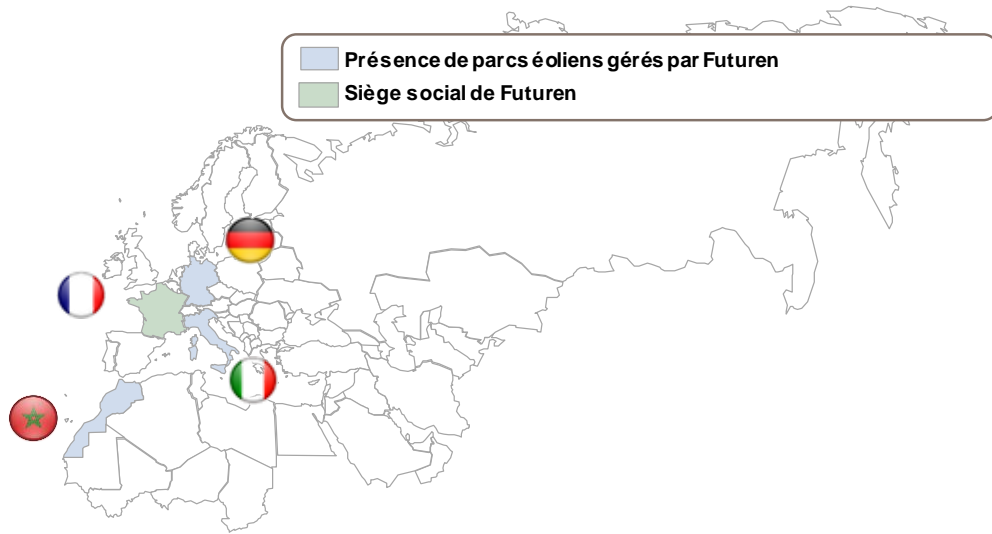
La Société est présente en Italie depuis 2010 et la mise en service de son premier parc éolien dans la province d'Enna en Sicile. La capacité totale de cette infrastructure est d'environ 30 MW, détenue à hauteur de 51% par la Société. La capacité nette installée pour le compte du Groupe est de 15 MW. Fin 2012, FUTUREN a finalisé la mise en service du parc éolien de Bovino (10 MW pour compte propre). Cette mise en service a porté à 25 MW la capacité nette exploitée pour le compte du Groupe en Italie.

La France est le premier marché de production d'énergie pour compte propre de FUTUREN avec 220 MW de capacité pour une quinzaine de sites au 30 juin 2019. La capacité a augmenté avec la mise en service de 2 parcs éoliens au 1er semestre 2019. Le parc éolien de Faydunes, mis en service en avril, se situe sur le territoire de la commune de Saint-Affrique, dans le département de l'Aveyron. Ce parc comprend 6 éoliennes de 2,3 MW de puissance nominale, soit une capacité totale de 13,8 MW. En juin 2019, la Société a mis en service le parc éolien de Joncels, situé sur le territoire de la commune éponyme, dans le département de l'Hérault. Ce parc comprend 7 éoliennes, pour une capacité totale de 6,3 MW.

L'Allemagne est le marché éolien le plus mature d'Europe, avec la plus grande capacité installée cumulée. Logiquement, ce marché est également le premier pour FUTUREN en capacité exploitée (compte propre et compte de tiers confondu). La Société exploite 138 MW pour compte propre et 220 MW pour le compte de tiers au 30 juin 2019.

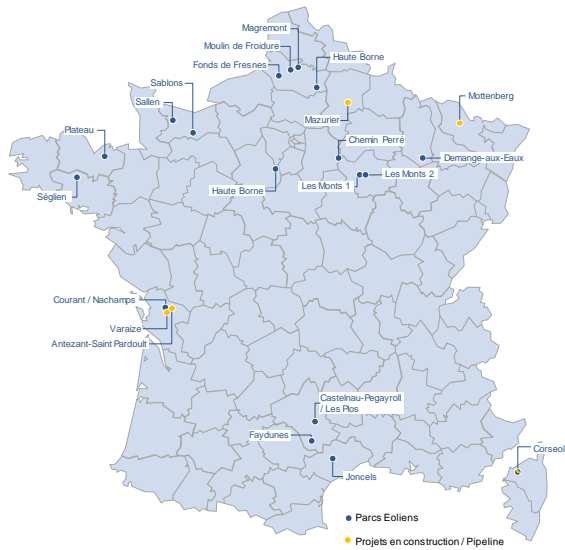
En France, en Allemagne et en Italie, de nombreuses réglementations imposent le rachat à un tarif défini de l'électricité produite par éolienne.

Figure 7 : Implantations de FUTUREN



Source : FUTUREN

Figure 8 : Installations de FUTUREN en France



Source : FUTUREN

Figure 9 : Installations de FUTUREN en Allemagne



Figure 10 : Répartition du chiffre d'affaires par pays au 31 décembre 2018

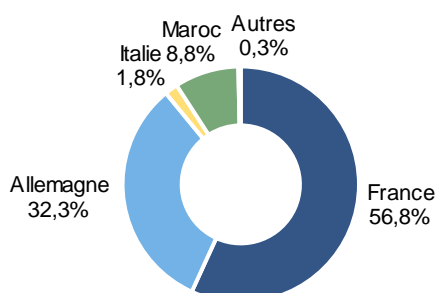
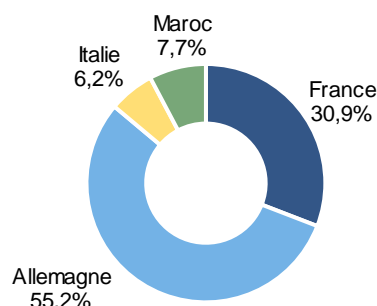


Figure 11 : Répartition des MW exploités par pays au 31 décembre 2018



Source : FUTUREN

## IV.B. Marché et réglementations

L'éolien est une industrie capitalistique qui doit disposer d'une visibilité sur les prix. Les mécanismes utilisés actuellement sont ceux mis en place au niveau de l'Europe. Avoir un prix stable sur 15 à 20 ans est un atout, sachant que les marchés *spot* de l'électricité sont relativement fluctuants. Cela permet à la filière de financer les investissements et d'avoir des coûts financiers raisonnables, donc d'être compétitive.

### IV.B.1. Modèle de développement d'un parc éolien

La mise en exploitation d'un projet éolien est un processus long qui contient de nombreuses phases. De la prospection à l'exploitation, le parc peut mettre de 3 à 10 ans pour voir le jour.

#### **Phase 1 : la prospection**

La société doit identifier des sites potentiels susceptibles d'accueillir le parc éolien puis le valider et le sécuriser. Pour cela, les élus locaux donnent leur autorisation pour lancer un projet éolien sur leur territoire et des promesses de bail sont signées avec les propriétaires et exploitants pour une durée permettant d'assurer la réalisation de la phase de développement.

#### **Phase 2 : le développement**

La phase de développement consiste à réaliser des études détaillées comprenant (i) les mesures des conditions de vent du site et (ii) les impacts du projet sur l'environnement et la biodiversité ainsi que sur les riverains. Cette phase comporte également un délai d'instruction et d'obtention des autorisations.

#### **Phase 3 : le financement**

Après obtention des permis de construire, la Société procède à la mise en place du financement du projet. La Société négocie avec les banques la part de l'investissement couvert par le prêt ainsi que les conditions de ce prêt. Depuis le rachat par EDFR, la Société finance ses investissements par des avances accordées par son actionnaire majoritaire.

### Phase 4 : la réalisation

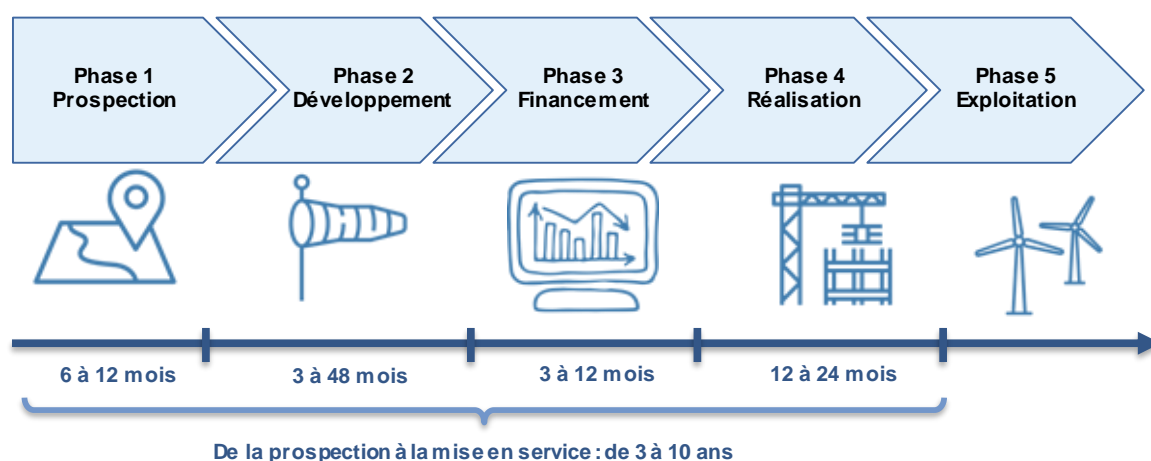
Elle débute par la commande des turbines. La construction d'un parc éolien dure entre 1 et 2 ans. Avant l'arrivée des turbines, les travaux consistent à la réalisation des voies d'accès, des aires de grutage, des fondations et du réseau électrique inter-éolien.

### Phase 5 : L'exploitation

Le contrat d'achat de l'électricité produite par le parc débute lorsque la période de test (nécessaire pour les réglages d'optimisation par le fabricant de turbines) est validée et que la centrale est raccordée au réseau électrique.

La durée d'exploitation d'une éolienne est en moyenne de 20 à 25 ans. Au terme de cette période, plusieurs alternatives sont possibles : le parc éolien est démantelé et la production arrêtée ou l'exploitation du site se poursuit avec de nouvelles éoliennes. En fin d'exploitation, les éoliennes sont démontées et l'ensemble du site doit être remis dans son état initial.

Figure 12 : Phases de développement d'un projet de parc éolien



Sources : Syndicat des Energies Renouvelables, Le Journal de l'Eolien, FUTUREN

La rentabilité d'un projet éolien dépend de différentes variables spécifiques au secteur notamment la réglementation qui est susceptible d'évoluer entre la phase 1 et la phase 5. Les autres variables sont le niveau de vent, les impacts environnementaux et les coûts de financement.

Compte tenu de la durée moyenne entre la phase 1 et la mise en service, la probabilité d'échec est importante. Elle est estimée en phase 1 à plus de 90%, elle est encore de 40% durant la phase de développement et passe en dessous de 10% au moment de la phase de réalisation.

## IV.B.2. Le marché de l'électricité éolienne

La croissance du marché éolien sur la dernière décennie s'explique par de multiples facteurs. Tout d'abord il est à noter la forte prise de conscience autour de la problématique de la protection de l'environnement et la réduction de gaz à effet de serre, en atteste la ratification de nombreux accords tels que le protocole de Kyoto ou plus récemment l'Accord de Paris sur le climat.

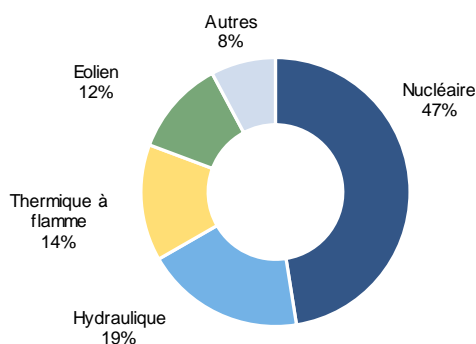
Il est également important de souligner l'implication de l'Union Européenne (ci-après « UE »), dans la transition énergétique. Les Etats membres de l'UE se distinguent par des mix énergétiques très divers, qu'il s'agisse des énergies fossiles, du nucléaire ou des renouvelables. Tous ne sont pas confrontés au même degré de dépendance énergétique vis-à-vis des ressources étrangères. D'ici à 2020, l'UE s'est fixé comme objectif d'atteindre 20 % d'énergies renouvelables dans la consommation totale d'énergie et 32 % pour 2030. En 2017, 17,5 % de la consommation énergétique européenne étaient issus de sources renouvelables. Parmi ces dernières figurent principalement la biomasse et les déchets, la géothermie, l'hydrométrie, le solaire, et l'éolien.

Chaque pays de l'UE s'est fixé un objectif contraignant à atteindre, selon sa situation initiale. La France devra ainsi compter 23 % de ces énergies dans sa consommation totale d'ici 2020, part qui atteignait 16,3 % en 2017.

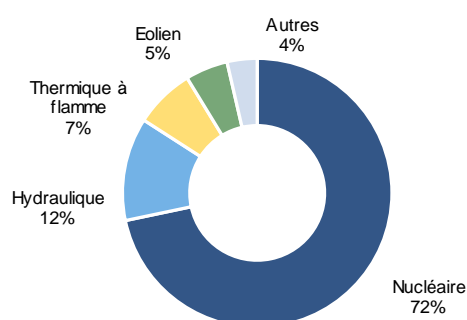
En 2018, la puissance totale d'énergie éolienne installée<sup>7</sup> dans les 28 Etats membres de l'UE s'est élevée à près de 179 GW, alors qu'en 2011 elle était de 94 GW. Les pays qui y ont le plus contribué sont notamment l'Allemagne (59 GW), l'Espagne (23 GW), le Royaume-Uni (21 GW), la France (15 GW) et l'Italie (10 GW). En 2018, l'UE a installé 10,5 GW de puissance supplémentaire.

Lorsque l'on s'intéresse non pas à la puissance installée, mais à la production éolienne pour 1 000 habitants, on remarque que le Danemark et la Suède sont largement en tête du classement avec l'Allemagne et l'Irlande, loin devant la France et l'Italie. En France, la part de l'électricité d'origine éolienne représente 5% de la production en 2018 pour 12% des capacités de production du marché.

**Figure 13 : Part du parc de production installée en France en 2018**



**Figure 14 : Part de la production nette en France en 2018**



Source : RTE

L'intérêt du développement éolien est également financier. En effet, malgré un investissement de base important, les actifs éoliens sont stables et génèrent des cash-flows récurrents, grâce aux programmes de rachat de la production, dans un environnement de taux faibles.

Au niveau mondial, la tendance est à la croissance<sup>8</sup>. Le parc éolien mondial a globalement progressé de 51,3 GW en 2018. Sa puissance atteint désormais 591 GW, soit 9,6% de plus qu'en 2017. Le parc éolien terrestre a progressé de 9% au cours des 12 mois de l'année dernière, le parc en mer a progressé de son côté de 20% (pour atteindre 23 GW).

La filière éolienne affiche une santé particulièrement bonne en Europe depuis quelques années. En 2018, l'Europe a vu la puissance de son parc éolien croître de 11,7 GW. Un volume qui progresse à

<sup>7</sup> La puissance installée correspond à la puissance maximale théorique de production d'électricité

<sup>8</sup> Selon les données publiées par le Global Wind Energy Council

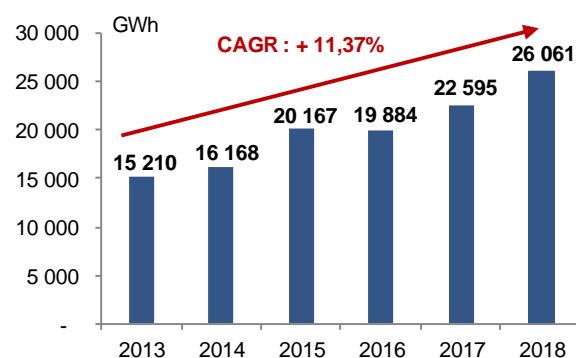


un rythme plus faible par rapport aux dernières années. L'Allemagne reste le leader européen de l'énergie éolienne, avec un déploiement de 3,4 GW de puissance éolienne en 2018<sup>9</sup>. Un chiffre en baisse de 49% par rapport au volume déployé en 2017, mais qui représente tout de même 29% des installations totales de l'UE.

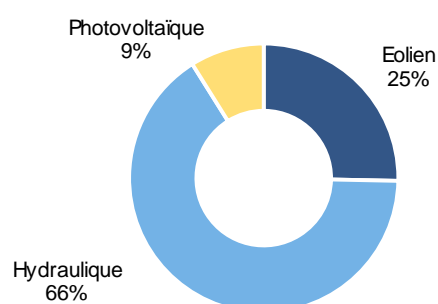
## En France

Le volume d'électricité d'origine éolienne produit est reparti à la hausse en 2017 et 2018 après une chute de la production enregistrée en 2016, comme illustré ci-dessous. Après une année 2017 ayant enregistré une amélioration de +13,6%, l'année 2018 a enregistré une croissance de +15,3% à 26 061 GWh. La forte amélioration sur l'exercice 2018 s'explique par des conditions météorologiques favorables à la production française, notamment des précipitations plus importantes que ces dernières années. De plus, l'augmentation du nombre d'installation éoliennes a favorisé la hausse de la production. En France, la production d'électricité d'origine éolienne représente un peu plus de 25% du volume d'électricité renouvelable produit.

**Figure 15 : Production nette d'électricité éolienne en France depuis 2013**



**Figure 16 : Répartition de la production d'électricité renouvelable en France en 2018**



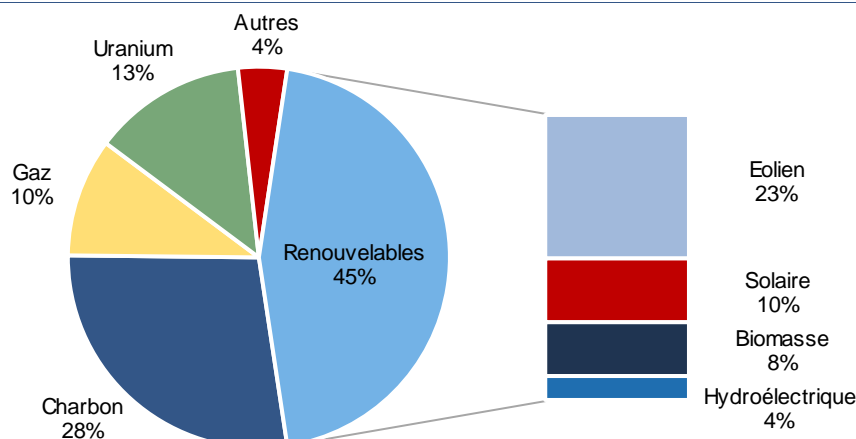
Source : SDES

## En Allemagne

La part des énergies renouvelables dans la production nette d'électricité s'élève à 47% sur les 3 premiers trimestres 2019. En 2018, elles représentaient 40,6% (devant le charbon qui représentait 38% en 2018). L'Allemagne a décidé d'abandonner le nucléaire d'ici 2022 et prévoit une sortie ordonnée à plus long terme de l'énergie au charbon. Par ailleurs, l'Allemagne prévoit que les énergies renouvelables représenteront 65% de sa production totale d'ici 2030. L'énergie d'origine éolienne est le premier contributeur avec une prévision de 23,6% de la production allemande en 2019, soit une production de 96,24 TWh. En mars dernier, un nouveau record a été battu puisque plus de 1/3 de la production nette d'électricité du pays a été produite par des éoliennes.

<sup>9</sup> Selon l'association européenne WindEurope

Figure 17 : Mix énergétique sur les 9 premiers mois 2019 en Allemagne



Source : Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme

### En Italie

L'Italie dépassera largement les objectifs européens de développement des énergies renouvelables pour 2020, l'objectif de 17% de part renouvelable dans la consommation finale d'énergie ayant été atteint dès 2015. A l'horizon 2030, la nouvelle stratégie énergétique nationale adoptée par le gouvernement italien vise une part renouvelable de la consommation d'électricité de 55%. Le gouvernement envisage le développement de l'électricité renouvelable essentiellement à travers le solaire photovoltaïque et l'éolien terrestre.

### Au Maroc

Pour réduire sa dépendance aux énergies fossiles, le royaume a misé sur l'éolien et le solaire avec un objectif ambitieux : porter leur part à 52 % en 2030. Trop dépendant des importations de pétrole et de charbon, qui lui ont coûté en 2018 plus de 8 milliards de dollars, le pays s'est fixé comme objectif de porter la part des énergies renouvelables à 42 % dans le mix énergétique d'ici 2020, avant de passer à 52 % en 2030.

## IV.B.3. Réglementations

La filière éolienne bénéficie de soutien de la part des Etats. Afin de développer ce secteur, des dispositifs sont mis en place tels que le mécanisme d'obligation d'achat.

### Evolution de la réglementation en France

Depuis 2001, les installations de production d'électricité à partir de l'énergie éolienne bénéficient, sous certaines conditions, de l'obligation d'achat par EDF (ou d'autres distributeurs privés) à un tarif garanti sur 15 ans.

La loi du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte prévoit d'une part le passage progressif du système de tarif d'achat au système de complément de rémunération, d'autre part le recours à la procédure de mise en concurrence pour les parcs de plus de 6 éoliennes.

L'arrêté du 13 décembre 2016 prévoit que les producteurs qui ont déposé une demande complète de contrat d'achat avant le 31 décembre 2016, concluent désormais un contrat, d'une durée de 15 années, offrant un complément de rémunération à l'électricité vendue directement sur le marché. Il fixe le tarif de référence à 82 €/MWh pour les 10 premières années et instaure une dégressivité tarifaire pour les 5 dernières années en fonction de la durée annuelle de fonctionnement de référence de l'installation.

Pour les installations ayant déposé une demande de contrat d'achat après le 1<sup>er</sup> janvier 2017, le décret d'avril 2017 fait coexister deux mécanismes d'attribution :

- Les installations d'au moins 7 machines, ou comprenant des machines de puissance unitaire supérieure à 3 MW, bénéficieront d'un complément de rémunération de l'électricité produite après avoir été soumises à une procédure d'appel d'offres ;
- Les installations ne possédant aucun appareil de puissance nominale supérieure à 3 MW et dans la limite de six éoliennes, continueront à bénéficier du complément de rémunération mais sans avoir été soumises à une procédure d'appel d'offres, sur la base d'un tarif de référence compris entre 74 €/MWh et 70 €/MWh dans la limite d'un plafond de production annuel. Au-delà de ce plafond, l'énergie produite est rémunérée au tarif de référence de 40 €/MWh.

### ***Evolution de la réglementation en Allemagne***

Le tarif attribué à chaque parc éolien est fixe pour 20 ans et dépend de sa date de mise en service. En 2009, le tarif de rachat a significativement augmenté, passant de 80,3 €/MWh à 92 €/MWh pour les fermes éoliennes terrestres connectées au réseau dans l'année. Ce tarif décroît de -1 % chaque année pour les nouvelles installations connectées au réseau dans l'année.

Une nouvelle loi concernant les énergies renouvelables est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> août 2014 en Allemagne. Depuis cette date, les nouvelles installations (les installations autorisées après le 23 janvier 2014 et mises en service après le 31 décembre 2014) de plus de 500 kW sont tenues de vendre directement sur le marché l'électricité produite et bénéficient d'un complément de rémunération, versé sous la forme de primes. Jusqu'au 31 décembre 2016, ces primes ont été fixées par rapport à des valeurs de référence établies par l'administration.

Depuis 2017, un système d'appels d'offres a été mis en place.

### ***La réglementation au Maroc***

La loi du 11 février 2010 a libéralisé le secteur des énergies renouvelables et introduit l'ouverture à la concurrence de la production d'énergies renouvelables. Ainsi, l'Office National de l'Electricité et de l'Eau potable détient le monopole du transport et de la vente de l'électricité, tandis que la production peut être confiée à des opérateurs privés.

Jusqu'à l'été 2016, l'ONEE était également responsable des appels d'offres auprès de producteurs indépendants pour le développement, la réalisation et l'exploitation de parcs éoliens, poursuivant les objectifs nationaux d'extension des capacités de production d'électricité à partir de l'énergie éolienne.

A l'été 2016, les autorités énergétiques marocaines ont été restructurées. L'agence Marocaine pour l'Energie Durable, Masen, originellement responsable de la mise en œuvre du Plan solaire Marocain, a vu ses prérogatives étendues à l'ensemble des énergies renouvelables. C'est désormais Masen qui est responsable du développement des projets couvrant l'ensemble des technologies renouvelables. Chaque opérateur retenu signe un contrat d'une durée de 20 ans avec un tarif d'achat garanti.

## La réglementation en Italie

Le décret législatif 28/2011, publié le 28 mars 2011, ainsi que son décret d'application daté du 6 juillet 2012 et publié le 10 juillet 2012, ont mis un terme au régime incitatif des certificats verts à compter du 1er janvier 2016, avec un système différent selon que les parcs sont entrés en exercice avant ou après le 31 décembre 2012.

Pour les parcs entrés en service avant le 31 décembre 2012, le système des certificats verts a été remplacé depuis le 1er janvier 2016 par un mécanisme de prime versée par le gestionnaire des réseaux nationaux d'électricité, qui s'ajoute aux revenus tirés de la vente de l'électricité sur le marché. Ce complément de prix s'inscrit dans une période d'incitation de 15 ans au total.

Les deux parcs éoliens exploités par FUTUREN en Italie bénéficient de ce mécanisme.

Pour les parcs entrés en service après le 31 décembre 2012, le décret avait instauré un système d'attribution aux enchères d'une prime incitative pour une durée de 20 ans, en vigueur jusqu'en 2014. Le système d'appels d'offres a été reconduit jusqu'à fin 2016 et validé par la Commission européenne en avril 2016.

En novembre 2018, le gouvernement italien a adopté la nouvelle stratégie énergétique nationale, un texte programmatique qui vise à poursuivre la « transition énergétique » du pays à l'horizon 2030, notamment en vue d'atteindre les objectifs européens. Les dispositifs de soutien seront d'une durée limitée : des appels d'offres pour les installations de grande taille seront organisés jusqu'en 2020. Après ce délai, l'innovation technologique devrait permettre aux filières d'être suffisamment compétitives pour se passer d'un soutien public. L'action de l'Etat se concentrera essentiellement sur des incitations fiscales pour les petites installations et sur la simplification administrative en matière d'autoproduction ou de *repowering*.

### IV.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

Les différents éléments de positionnement de FUTUREN dans son environnement opérationnel et concurrentiel, et les facteurs de risque caractérisant son activité, sont le support de la matrice SWOT présentée ci-dessous. Le développement, la construction et l'exploitation de parcs éoliens relèvent d'un processus long, technique et complexe. Dans le cadre de leurs activités, les développeurs et exploitants sont confrontés à plusieurs risques spécifiques. Ces risques sont atténués par une forte contractualisation des revenus, une politique de sélection des fournisseurs et d'achat adaptée, la mise en œuvre de nombreuses mesures pour favoriser l'acceptabilité des projets développés, ainsi qu'un suivi quotidien de la performance des parcs.

Figure 18 : Matrice SWOT

Forces	Faiblesses
Diversification géographique	Maturité du marché allemand
Expertise reconnue dans la construction et l'exploitation de parcs éoliens	Acteur de petite taille par rapport à ses concurrents
Forte contractualisation des revenus	Présence uniquement sur le marché de l'éolien
Actionnaire de référence fort : EDF Renewables	Forte intensité capitalistique
Stabilité des coûts d'exploitation	
Importance des barrières à l'entrée en raison des forts investissements en amont et des autorisations à obtenir	
Opportunités	Menaces
Objectifs de croissance des énergies renouvelables au niveau de l'Union Européenne ambitieux	Prix de vente des turbines éoliennes
Second gisement de vent d'Europe en France	Fluctuations de prix de marché de l'électricité
Innovations technologiques qui augmentent les capacités de production	Perspectives incertaines au Maroc
Baisse des coûts qui rend le marché des énergies renouvelables plus compétitif	Evolution défavorable de la réglementation
	Développement et concurrence d'énergies nouvelles alternatives

Source : Associés en Finance

## IV.D. Analyse financière de FUTUREN

### IV.D.1. Compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat consolidé de FUTUREN depuis 2015

En K€ - au 31/12	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>59 155</b>	<b>56 651</b>	<b>61 758</b>	<b>67 492</b>	<b>37 303</b>
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d.</i>	<i>(4,2%)</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,5%</i>
<i>dont France</i>	23 301	25 462	27 312	38 341	21 845
<i>dont Allemagne</i>	25 400	21 065	23 927	21 777	11 882
<i>dont Italie</i>	2 905	2 897	3 515	1 215	742
<i>dont Maroc</i>	7 091	6 823	6 781	5 932	2 723
<i>Autres pays</i>	457	403	223	227	111
<b>EBITDA</b>	<b>34 500</b>	<b>27 956</b>	<b>34 493</b>	<b>36 523</b>	<b>21 473</b>
<i>Marge (%CA)</i>	<i>58,3%</i>	<i>49,3%</i>	<i>55,9%</i>	<i>54,1%</i>	<i>57,6%</i>
<b>EBIT (après pertes de valeur)</b>	<b>13 335</b>	<b>12 338</b>	<b>6 352</b>	<b>2 026</b>	<b>9 120</b>
Résultat financier	(8 678)	(8 017)	(8 106)	(3 798)	(3 195)
Impôts sur les bénéfices	(1 372)	(1 526)	(3 544)	1 582	(2 954)
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>3 373</b>	<b>2 822</b>	<b>(5 249)</b>	<b>(188)</b>	<b>2 972</b>
<i>Marge nette (%CA)</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>(8,5%)</i>	<i>(0,3%)</i>	
<i>dont part du Groupe</i>	1 975	2 924	(5 408)	(814)	2 753
<i>dont minoritaires</i>	1 398	(105)	159	626	218

Source : FUTUREN

Note : Ecoval 30 et sa maison mère Therbio sont déconsolidés et classés en « Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession » pour les exercices 2015, 2016 et 2017.

L'activité principale de vente d'électricité de la Société se caractérise par d'importants investissements en amont de l'enregistrement de revenus, puis par des revenus dont la stabilité provient notamment des tarifs garantis. Les coûts d'exploitation associés aux parcs sont essentiellement stables et ils se composent principalement de coûts de maintenance.

### Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de FUTUREN se compose (i) des ventes enregistrées au niveau des centrales éoliennes qui correspondent à la vente de l'électricité produite et cédée à l'opérateur conformément aux différents contrats en France, en Allemagne, en Italie et au Maroc, (ii) des honoraires de gestion des parcs exploités pour le compte de tiers, des facturations de prestations de développement et de construction réalisées (développement et gestion de parcs éoliens) et (iii) du chiffre d'affaires relatif au traitement des déchets ménagers.

Le chiffre d'affaires de l'activité vente d'électricité fluctue essentiellement en fonction des conditions de vent de l'année, des mises en service de nouveaux parcs éoliens ou des arrêts et démantèlements de ces derniers lorsqu'ils sont en fin d'exploitation. Le prix de vente de l'électricité produite par un parc est défini avant sa mise en service, pour une durée de 15 à 20 ans (selon le pays), en fonction de la réglementation du pays. Ce prix est stable en Allemagne, mais il est indexé sur l'inflation en France. Les tarifs d'achat sont donc garantis sur le long terme, puis l'électricité est vendue au tarif de marché.

En 2018, les ventes d'électricité représentent 86% du chiffre d'affaires consolidé, en progression de 5% par rapport à 2017. Cette hausse s'explique par des conditions de vent globalement plus favorables en France qu'en 2017 et par la mise en service de deux parcs. Au contraire, l'activité a été pénalisée par des conditions de vent moins favorables en Allemagne en 2018.

Le chiffre d'affaires de l'activité de développement et gestion de parcs (6% du chiffre d'affaires en 2018) est notamment composé des revenus de l'activité de gestion pour compte de tiers en Allemagne. Pour certains des parcs gérés pour compte de tiers, FUTUREN a, par le passé, conclu des contrats incluant des garanties de performance. Ces contrats sont devenus non rentables, mais FUTUREN est tenu de les honorer jusqu'à leur échéance. Le reste des opérations de gestion pour compte de tiers, devenu non stratégique pour la Société, n'atteint pas le volume suffisant afin de permettre à cette activité d'être rentable, avec un nombre de contrats en baisse sur les dernières années. Compte tenu des éléments précités, le chiffre d'affaires de l'activité de développement et gestion de parcs est en baisse de -14% sur l'exercice 2018.

Au premier semestre 2019, l'activité vente d'électricité enregistre un chiffre d'affaires de 33,6 M€, en croissance de +15% par rapport au premier semestre 2018. L'activité a bénéficié des mises en service de 2 nouveaux parcs éoliens et de l'effet en année pleine du chiffre d'affaires de 2 autres parcs mis en service courant 2018.

L'activité de développement et gestion de parcs enregistre un chiffre d'affaires de 1,1 M€ au premier semestre 2019, en net recul par rapport au premier semestre 2018 suite à l'arrivée à échéance d'un contrat de gestion pour compte de tiers.

### **Coûts d'exploitation**

Les coûts d'exploitation de l'activité de vente d'électricité sont majoritairement relatifs à la maintenance des éoliennes. Ces coûts sont prévisibles, puisqu'ils font l'objet de contrats sur le long terme, alignés sur la période de prix garanti. Les autres coûts sont principalement composés des frais de structure et des coûts de développement nécessaires à l'ouverture de nouveaux parcs.

### **EBITDA**

La marge d'EBITDA de l'activité vente d'électricité varie essentiellement avec les conditions de vent et les conditions négociées pour les nouveaux parcs. Bénéficiant des récentes mises en service de parcs éoliens, l'EBITDA consolidé de FUTUREN atteint 21,5 M€ au premier semestre 2019, en augmentation de + 14% par rapport au premier semestre 2018.

Les autres activités étant déficitaires, l'EBITDA de l'activité de vente d'électricité s'établit à 24,7 M€ au premier semestre 2019, en croissance de + 17 % par rapport au premier semestre 2018. L'EBITDA de l'activité de traitement de déchets est en net recul au premier semestre 2019 et s'établit à -1,7 M€. Cette activité, qui correspond à la filiale Ecoval 30, affiche un EBITDA structurellement négatif, qui pèse sur sa situation financière. Une médiation a été ouverte fin 2018, avec pour objectif de permettre le retour à l'équilibre de cette activité. Elle s'est achevée le 3 septembre 2019 sans avoir permis d'aboutir à un accord. Pendant la médiation, FUTUREN a accordé de nouvelles avances à Ecoval 30, remboursables le 31 août 2019. N'étant pas en mesure d'honorer cet engagement, Ecoval 30 a déposé une déclaration de cessation de paiements.

### **Les dotations aux amortissements**

En raison des importants investissements en amont de la mise en service des parcs, les amortissements sont élevés. Les parcs sont amortis linéairement sur une durée de 23 ans. Les dotations aux amortissements sont en forte augmentation sur le premier semestre 2019, principalement du fait des mises en service intervenues en 2018 et au premier semestre 2019.

## Résultat financier

Le résultat financier s'est nettement amélioré au cours des derniers exercices, à mesure de la réduction de la dette de la Société et des financements des nouveaux parcs mis en place par EDFR.

### IV.D.2. Bilan

Tableau 2 : Bilan consolidé de FUTUREN depuis 2015

En K€ - au 31/12	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
Goodwill	36 620	33 120	33 120	31 223	30 874
Immobilisations incorporelles	40 640	41 928	35 543	26 923	25 540
immobilisations corporelles	252 619	265 835	271 236	304 906	349 661
Actifs financiers non-courants	21 487	22 968	23 315	24 219	13 763
Impôts différés d'actifs	5 297	3 994	3 228	1 356	3 566
<b>Actifs non courants</b>	<b>356 663</b>	<b>367 845</b>	<b>366 442</b>	<b>388 627</b>	<b>423 404</b>
Stocks et projets en cours	4 966	551	431	333	383
Clients	15 643	14 022	18 411	19 317	13 176
Autres actifs courants	14 606	13 294	12 240	11 725	16 251
Actifs financiers courants	571	648	697	743	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	71 335	74 748	82 760	80 720	92 450
<b>Actifs courants</b>	<b>107 121</b>	<b>103 263</b>	<b>114 539</b>	<b>112 838</b>	<b>122 260</b>
Actifs lié aux activités en cours de cession	9 589	4 408	3 700	-	-
<b>Total de l'Actif</b>	<b>473 376</b>	<b>475 513</b>	<b>484 681</b>	<b>501 465</b>	<b>545 661</b>
Capital	18 605	22 694	27 713	27 778	27 790
Primes	349 170	368 120	400 953	400 889	400 876
Réserves	(218 074)	(210 204)	(206 553)	(210 510)	(220 654)
Résultat net de l'ensemble consolidé, pdg	1 975	2 924	(5 408)	(814)	2 753
<b>Capitaux propres, part du Groupe</b>	<b>151 676</b>	<b>183 534</b>	<b>216 705</b>	<b>217 343</b>	<b>210 765</b>
Minoritaires	(30)	(116)	372	698	25
<b>Capitaux propres</b>	<b>151 646</b>	<b>183 418</b>	<b>217 077</b>	<b>218 041</b>	<b>210 790</b>
Passifs financiers non-courants	205 353	196 573	173 307	210 271	249 927
Provisions part non-courante	44 833	17 020	17 398	16 520	15 044
Provisions pour retraite	200	223	191	219	221
Impôts différés passifs	14 083	12 840	14 640	9 094	12 707
<b>Passifs non-courants</b>	<b>264 469</b>	<b>226 656</b>	<b>205 536</b>	<b>236 104</b>	<b>277 899</b>
Passifs financiers courants	26 259	30 741	33 033	21 714	22 297
Fournisseurs et autres passifs courants	21 926	24 201	18 905	19 047	29 090
Dettes fiscales et sociales	3 882	6 315	5 941	4 744	4 644
Dette d'impôt sur les sociétés	594	383	1 098	1 813	941
<b>Passifs courants</b>	<b>52 661</b>	<b>61 640</b>	<b>58 977</b>	<b>47 318</b>	<b>56 972</b>
Passifs liés aux activités en cours de cession	4 600	3 799	3 091	-	-
<b>Total du Passif</b>	<b>473 376</b>	<b>475 513</b>	<b>484 681</b>	<b>501 464</b>	<b>545 661</b>

Sources : Rapports annuels FUTUREN

Note : Ecoval 30 et sa maison mère Therbio sont déconsolidés et classés en « Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession » pour les exercices 2015, 2016 et 2017.



## **Immobilisations corporelles**

Les immobilisations corporelles correspondent essentiellement aux parcs gérés pour compte propre. Au 30 juin 2019, elles sont en hausse de +14% par rapport au 31 décembre 2018, du fait de la mise en service du parc éolien de Faydunes (13,8 MW) et du parc de Joncels (6,3 MW). 28 MW ont également été mis en construction au premier semestre (le projet de Mazurier et le projet de Mottenberg).

## **Dettes financières**

L'activité de vente d'électricité de FUTUREN est capitalistique et la capacité à obtenir des financements est un facteur clef de succès. La construction de parcs éoliens est souvent financée à hauteur de 20% par apport de fonds propres et à hauteur de 80% par apport de dettes. Historiquement, FUTUREN finançait ses parcs par un recours à de la dette bancaire. Depuis l'entrée au capital d'EDFR, les nouveaux parcs sont financés par la mise en place d'un compte courant d'actionnaire, qui permet à FUTUREN de bénéficier d'un taux d'intérêt conforme aux standards de marché.

Au 31 décembre 2018, la dette bancaire liée au financement de projets s'établit à 144,6 M€, soit 62,3% de la dette financière du groupe FUTUREN, à comparer à 165,3 M€ au 31 décembre 2017. Au cours de l'exercice 2018, EDFR a accordé 46,3 M€ de nouvelles avances nettes des remboursements à FUTUREN, portant à 59,1 M€ le total des avances au 31 décembre 2018. Ces avances financent les constructions en cours.

A fin juin 2019, les avances accordées par l'actionnaire majoritaire s'élèvent à 110,8 M€, en forte augmentation suite aux nouveaux investissements du semestre.

## **Trésorerie**

La trésorerie est constituée d'une part disponible, d'une part réservée aux sociétés porteuses des parcs et d'une part bloquée.

- La part disponible (48% fin 2018) peut être utilisée à tout moment par la Société ;
- La part réservée (34% fin 2018) peut être librement utilisée par les SSP pour leurs dépenses opérationnelles courantes, mais elle ne peut être remontée à leurs actionnaires pendant un nombre d'années qui dépend de leurs conditions de financement ;
- La part bloquée (18% fin 2018) correspond à la trésorerie que les SSP ne peuvent, en vertu des conventions de financement, ni remonter à leur actionnaire ni utiliser librement pour leurs opérations courantes. Elle correspond essentiellement à des sommes nanties au profit des banques prêteuses.

### IV.D.3. Tableau de flux de trésorerie

Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie de FUTUREN depuis 2015

En K€ - au 31/12	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
Capacité d'autofinancement	36 129	19 256	30 356	34 652	19 822
Variation de BFR lié à l'activité	(4 189)	4 333	(4 595)	(1 359)	2 733
Impôts sur les sociétés décaissés	(285)	(1 012)	(1 492)	(2 072)	(1 914)
Flux liés aux activités abandonnées	12 404	--	8	--	--
<b>Flux net provenant des activités opérationnelles</b>	<b>44 059</b>	<b>22 577</b>	<b>24 277</b>	<b>31 221</b>	<b>20 641</b>
Acquisitions d'immobilisations	(26 429)	(29 409)	(27 855)	(54 796)	(26 093)
Cessions d'immobilisations	184	120	1 506	2 267	19
Variation des prêts	740	(513)	397	736	(17 685)
Incidence nette des variations de périmètre	(19 809)	1 636	--	(11)	(3 084)
<b>Flux net provenant des activités d'investissement</b>	<b>(45 314)</b>	<b>(28 166)</b>	<b>(25 953)</b>	<b>(51 804)</b>	<b>(46 843)</b>
Actions propres	217	--	--	--	--
Augmentation (réduction) de capital	461	22 110	--	--	--
Dividendes versés aux minoritaires	--	--	--	(1)	--
Souscriptions d'emprunts	44 240	36 978	55 485	51 892	51 686
Remboursements d'emprunts	(28 072)	(41 320)	(37 064)	(28 125)	(9 833)
Intérêts payés	(10 632)	(8 877)	(8 303)	(5 842)	(2 515)
Paieement de la partie principale du loyer	--	--	--	--	(1 247)
Flux liés aux activités abandonnées	(12 748)	--	--	--	--
<b>Flux net généré par les activités de financement</b>	<b>(6 533)</b>	<b>8 890</b>	<b>10 118</b>	<b>17 924</b>	<b>38 091</b>
Incidence des variations des taux de change	1 246	113	(547)	563	(89)
<b>Variation de trésorerie et équivalents de trésorerie</b>	<b>(6 542)</b>	<b>3 414</b>	<b>7 895</b>	<b>(2 096)</b>	<b>11 800</b>

Sources : Rapports annuels FUTUREN

### Investissements

Comme expliqué précédemment, l'activité vente d'électricité nécessite de forts investissements en amont de la mise en service des parcs. Les investissements fluctuent d'une année à l'autre en fonction des projets qui sont en cours. Ils s'établissent à 54,8 M€ sur l'exercice 2018 et à 26,1 M€ au premier semestre 2019.

### Politique de distribution de dividendes

Aucun versement de dividendes n'a été effectué sur les 5 derniers exercices en raison des difficultés financières auxquelles la Société a fait face. En effet, dans le cadre de son plan de restructuration financière qui a été mis en place en décembre 2014, la Société s'est engagée à ne pas verser de dividende préalablement au 1er janvier 2018. Elle s'est aussi engagée, sur la période courant du 1er janvier 2018 au 1er janvier 2020, à ne pas verser de dividendes supérieurs à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé.

## V. Evaluation de FUTUREN

### V.A. Méthodes de valorisation écartées

#### V.A.1. 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 en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de FUTUREN, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

#### V.A.2. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue pour l'ensemble de la Société, dans la mesure où la politique de distribution de FUTUREN n'est pas clairement définie. En revanche, une méthode *DCF to Equity* sous contrainte de levier normatif lui a été substituée pour valoriser l'ensemble de la Société.

#### V.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné. L'action FUTUREN ne fait plus l'objet d'un suivi par les bureaux d'analyse depuis des années, et cette méthode n'a donc pas pu être mise en place.

### V.B. Références et méthodes de valorisation retenues

Les méthodes et analyses retenues par Associés en Finance à titre principal sont les suivantes :

- L'analyse de l'évolution du cours de l'action FUTUREN ;
- L'analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Equity*, qui tient compte de la structure financière complexe de FUTUREN, de sa capacité à rémunérer ses actionnaires et de l'illiquidité de l'action ;
- La méthode analogique d'évaluation par les comparables boursiers, fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées jugées comparables.

Associés en Finance présente également, à titre indicatif, les méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode patrimoniale fondée sur l'évaluation de l'actif net comptable par action sur la base des derniers comptes consolidés publiés par FUTUREN ;
- La méthode analogique d'évaluation par les transactions comparables, fondée sur les multiples observés sur des opérations réalisées sur des sociétés jugées comparables ;

- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Firm*, qui ne permet qu'une prise en compte imparfaite de la structure financière de FUTUREN.

### **V.B.1. Nombre d'actions retenu pour l'évaluation et éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres**

#### **Détermination du nombre d'actions**

Au 4 novembre 2019, le capital de FUTUREN se compose de 277 900 905 actions et aucune action n'est détenue en propre par la Société. A notre connaissance, il n'existe aucun droit, titre de capital ni aucun autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de FUTUREN autres que les actions. Il n'existe aucun plan d'options de souscriptions d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société. Les dernières OCEANE en circulation ont fait l'objet d'un remboursement anticipé le 28 août 2019. Le nombre d'actions pris en compte pour la valorisation de la Société s'élève donc à 277 900 905 actions.

#### **Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres**

Plusieurs méthodes, telles que la méthode *DCF to Firm*, la méthode des comparables boursiers ou la méthode des transactions comparables, déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres.

Sur la base des comptes au 30 juin 2019 et des informations communiquées par FUTUREN, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de FUTUREN :

- les emprunts et dettes auprès d'établissements de crédit, ayant permis à la Société de financer la construction des anciens parcs ;
- les avances de l'actionnaire majoritaire EDFR, ayant notamment permis de financer les derniers parcs mis en service et les projets en cours ;
- les liquidités, les valeurs mobilières de placement et les dépôts bancaires à court terme ;
- les autres actifs financiers, notamment les prêts et créances accordés par FUTUREN à sa filiale italienne mise en équivalence ;
- les engagements de retraites et les autres passifs ou provisions, essentiellement composées de provisions pour litiges et de l'estimation des pertes sur les contrats avec garantie de performance ;
- les intérêts minoritaires ;
- les déficits fiscaux reportables.

Selon la méthode, les éléments de passage peuvent différer en fonction de la date à laquelle ils sont pris en compte et de leur intégration éventuelle à la valeur d'entreprise. Ils seront détaillés dans chaque section.

### Traitement des déficits fiscaux reportables

Au 30 juin 2019, FUTUREN dispose de déficits fiscaux reportables non activés pour un montant de 313,8 M€, principalement répartis entre le périmètre français, pour la majorité, et le périmètre allemand. Ces déficits fiscaux reportables font l'objet d'un traitement différencié entre les méthodes *DCF to Equity*, *DCF to Firm* ou par les comparables boursiers :

- Pour la méthode *DCF to Equity*, Associés en Finance a pris en compte la consommation de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable par pays (résultat après prise en compte des intérêts) permettait de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale. Ils ont donc été incorporés directement dans la modélisation, améliorant les flux disponibles pour les actionnaires sur les premières années de modélisation.
- Pour la méthode *DCF to Firm*, Associés en Finance a également pris directement en compte la consommation de ces déficits fiscaux dans la modélisation, mais en les appliquant à l'EBIT théorique imposable dans chaque pays (hypothèse *DCF to Firm* de neutralité de la valeur des actifs à la structure financière). Les déficits reportables sont ainsi consommés plus rapidement, puisque l'EBIT est supérieur à la base imposable après prise en compte des intérêts, ce qui augmente leur valeur pour les actionnaires de FUTUREN.
- Pour la méthode des comparables boursiers, les reports déficitaires ont été intégrés dans les éléments de passage à la valeur actualisée au coût du capital de l'économie d'impôts qu'ils génèrent pour la méthode *DCF to Firm*.

### V.B.2. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres consolidés est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. Cependant, la mise en œuvre de cette méthode est recommandée dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elle constitue une référence de valorisation.

**Tableau 4 : Actif Net Comptable par action sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2019**

<b>Informations financières Futuren</b>	
<b>Capitaux propres part du groupe au 30 juin 2019 (en K€)</b>	<b>210 765 K€</b>
Nombre d'actions au 30 juin 2019	277 899 787
<i>dont autodétention au 30 juin 2019</i>	-
Actions issues des OCEANes converties en août 2019	1 118
<b>Nombre d'actions de référence</b>	
<i>y compris OCEANes converties</i>	<b>277 900 905</b>
<b>Actif Net Comptable par action (en €)</b>	
<i>y compris OCEANes converties</i>	<b>0,76 €</b>

Sources : FUTUREN, Associés en Finance

Au 4 novembre 2019, l'actif net comptable par action ressortant des derniers comptes consolidés publiés par FUTUREN au 30 juin 2019 s'établit à 0,76 € par action.

### V.B.3. Analyse de l'évolution du cours de l'action FUTUREN

L'analyse de l'évolution du cours de l'action permet d'observer le prix auquel se sont échangées les actions de la Sociétés au cours des dernières années et la liquidité des échanges. Elle a été menée jusqu'au 30 septembre 2019, dernier jour précédant l'annonce du prix d'Offre.

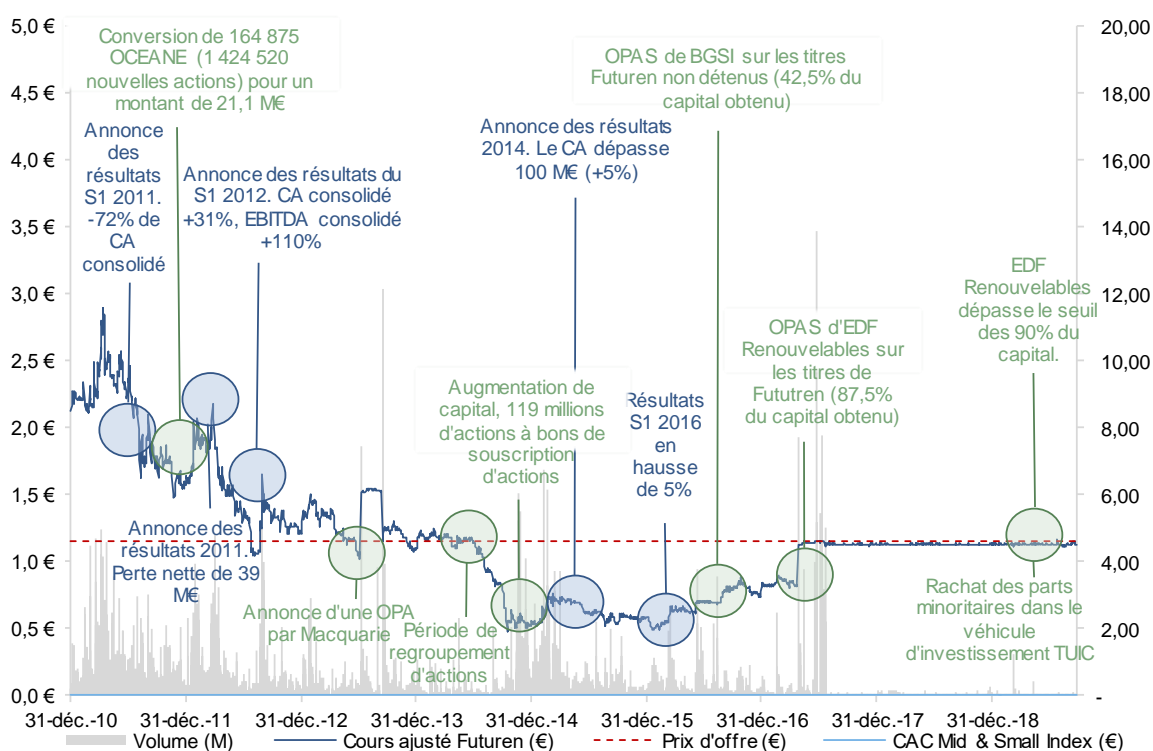
#### Evolution du cours de l'action FUTUREN avant l'annonce de l'OPAS

Avant l'annonce de l'OPAS, le cours de l'action FUTUREN n'avait jamais atteint le prix d'Offre de 1,15 € depuis le 1<sup>er</sup> août 2014. Entre avril 2015 et avril 2017, date d'annonce de l'OPAS, le cours de l'action FUTUREN a fluctué entre 0,49 € et 0,89 €. Après l'annonce de l'OPAS en avril 2017, le cours s'est aligné sur le prix d'offre proposé.

Le volume moyen d'actions quotidiennement échangées sur 2 ans entre avril 2015 et avril 2017 s'établissait à 286 671 actions, soit un total de 147 millions d'actions échangées ce qui correspondait à 146% du flottant.

Le Graphique 1 présente l'évolution du cours de l'action FUTUREN et les volumes échangés avant l'OPAS annoncée en avril 2017 et jusqu'à l'annonce de l'OPR-RO.

**Graphique 1 : Evolution du cours de l'action FUTUREN depuis fin 2010**



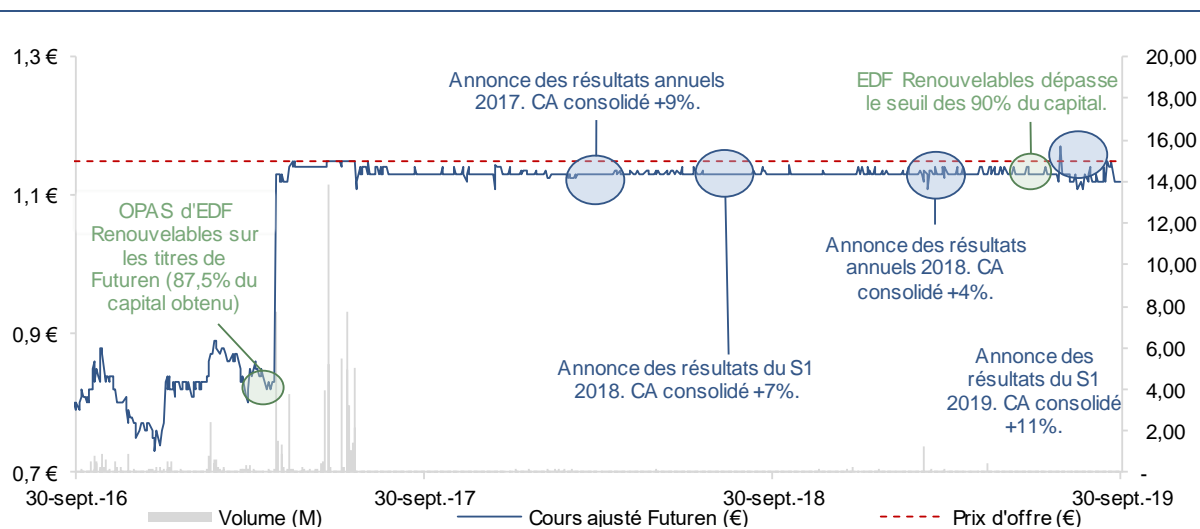
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

## Analyse du cours de l'action FUTUREN suite à la clôture de l'OPAS

Depuis la clôture de l'OPAS en juillet 2017, le cours de FUTUREN oscille entre 1,11 € et 1,17 € comme illustré dans le Graphique 2. Sur la période, le marché a très peu réagi aux annonces de résultats annuels et semestriels. Par ailleurs, la Société n'est plus suivie par des bureaux d'analyse financière.

Le peu d'intérêt du marché pour l'action FUTUREN se traduit par une très faible liquidité du titre, fortement due à la faiblesse de son flottant (environ 12% du capital depuis l'OPAS).

**Graphique 2 : Evolution du cours de l'action FUTUREN depuis septembre 2016**



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

## Analyses des volumes échangés

Les volumes échangés sont particulièrement faibles sur les 24 derniers mois : sur une année au 30 septembre 2019, le nombre d'actions échangées s'établit à 21 036 actions en moyenne par séance, soit plus de 10 fois moins qu'avant l'OPAS, pour un montant moyen de 23,8 K€. Au total, 5,3 millions d'actions ont été échangées sur les 12 derniers mois, ce qui représente moins de 2% du capital et moins de 21% du flottant.

**Tableau 5 : Volumes échangés sur l'action FUTUREN au 30 septembre 2019**

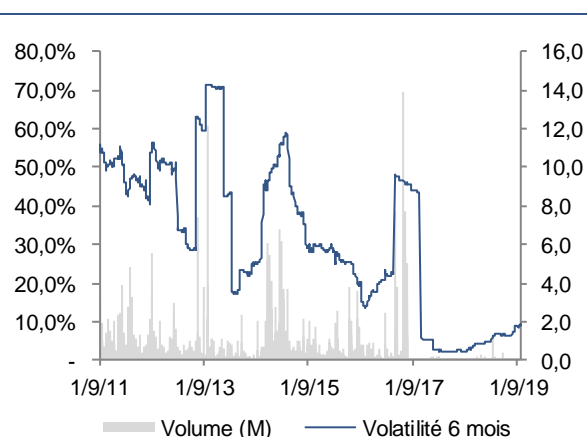
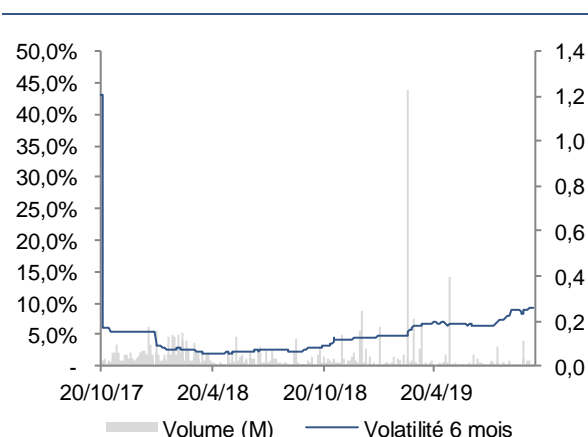
Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)
30-sept.-19	1,120	2 167	0,00%	0,01%	2 167	0,00%	0,01%
Moy. 1M	1,128	11 222	0,00%	0,04%	235 672	0,08%	0,89%
Moy. 3M	1,130	9 048	0,00%	0,03%	588 111	0,21%	2,23%
Moy. 6M	1,130	11 167	0,00%	0,04%	1 418 200	0,51%	5,37%
Moy. 9M	1,130	19 974	0,01%	0,08%	3 815 083	1,37%	14,45%
Moy. 12M	1,131	21 036	0,01%	0,08%	5 343 173	1,92%	20,24%
Moy. 24M	1,130	24 512	0,01%	0,09%	12 452 274	4,48%	47,17%

Sources : Bloomberg, Capital IQ, Associés en Finance

Dans ce contexte de très faible liquidité de l'action, et ce tandis que les Co-Initiateurs ont poursuivi leurs acquisitions directes et indirectes de titres, le cours de l'action ne peut être considéré comme une référence pertinente de valorisation.

### Volatilité du cours de l'action FUTUREN

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de l'action FUTUREN.

**Graphique 3 : Volatilité 6 mois du cours de l'action FUTUREN sur la période 2011-2019**

**Graphique 4 : Volatilité 6 mois du cours de l'action FUTUREN sur les deux dernières années**


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La volatilité de l'action FUTUREN était assez élevée sur la période 2011-2017, évoluant à un niveau compris entre 21% et 72%. La forte volatilité du titre sur cette période était en partie liée aux incertitudes sur la situation financière de la Société et à l'évolution de sa détention capitalistique. La liquidité du titre s'est fortement réduite suite à l'OPAS et aux acquisitions réalisées par les Co-Initiateurs depuis 2 ans via le contrat à terme conclu le 22 septembre 2017. La volatilité du titre a également fortement baissé, oscillant entre 9% et 13%, dans des volumes très réduits.



## Prime extériorisée par l'Offre

Le Tableau 7 présente les primes extériorisées par le Prix d'Offre à la date d'annonce de l'OPR-RO.

**Tableau 6 : Cours moyen pondérés par les volumes au 30 septembre 2019 et primes extériorisées par le prix d'Offre**

Données boursières	Cours	Prime
Cours de clôture au 30 septembre 2019	1,120	2,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	1,128	1,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	1,130	1,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	1,130	1,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	1,130	1,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	1,131	1,7%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 24 mois	1,130	1,7%
Plus haut sur 12 mois	29-juil.-19	(1,7%)
Plus bas sur 12 mois	22-août-19	3,6%

Sources : Bloomberg, Capital IQ, Associés en Finance

Le prix de l'Offre de 1,15 € extériorise une prime de +2,7% par rapport au cours de clôture du 30 septembre 2019. Le cours ayant très peu évolué depuis deux ans, les primes extériorisées sur 1, 3, 6, 9, 12 et 24 mois sont très similaires, entre +1,7% et +1,9%.

Sur les 24 derniers mois, le cours de clôture a franchi le prix d'Offre de 1,15 € au cours d'une seule séance, le 29 juillet 2019. Cependant, il convient de noter que la très faible liquidité du cours de l'action et la poursuite des acquisitions de titres par les Co-Initiateurs suite à l'OPAS de 2017 réduisent la pertinence du cours de l'action comme référence de valorisation de la Société, qui doit être appréhendée au travers de la mise en œuvre des méthodes de valorisation intrinsèques.

### V.B.4. Transactions récentes réalisées sur le capital de FUTUREN

Un processus de transition actionnariale a été engagé par FUTUREN à partir de l'été 2016 afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance. Ce processus a été réalisé à la suite d'une offre publique en juin 2016 déposée par un concert d'actionnaires mené par le fonds Boussard & Gavaudan.

En avril 2017, le concert d'actionnaires majoritaires entre en négociations avec EDFR et conclut la cession de son bloc de 61,6% du capital le 12 juin 2017 au prix de 1,15 € par action. S'en suit une OPAS sur les titres FUTUREN, à l'issue de laquelle EDFR détenait 87,5% du capital.

### Acquisition de titres FUTUREN par les Co-Initiateurs dans le cadre de promesses croisées d'achat et de vente

Le 11 janvier 2019, EDFR a acquis 1 500 000 actions détenues par l'ancien directeur général de FUTUREN suite à l'exercice d'une promesse croisée d'achat et de vente au prix de 1,15 € par action. EDFR a également acquis 764 800 actions le 17 juin 2019 auprès de salariés de la Société après exercice de promesses de vente et d'achat croisées au prix de 1,15 € par action.

Au 4 novembre 2019, 1 000 000 d'actions sont toujours concernées par la Promesse Croisée de l'ancien dirigeant. EDFR a l'intention d'acquies ces actions avant l'ouverture de l'Offre, sur la base d'un prix de 1,15 € par action.

## **Acquisition de titres *FUTUREN* par les Co-Initiateurs dans le cadre d'un contrat à terme conclu le 22 septembre 2017.**

Le 13 mars 2019, EDFR a déclaré avoir franchi les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société via l'acquisition indirecte d'actions par un contrat à terme. Au dénouement du contrat en juillet 2019, EDFR a acquis un total de 6 874 360 actions *FUTUREN* à un prix unitaire moyen de 1,13 € depuis le mois de septembre 2017. Aucune des actions détenues par les Co-Investisseurs n'a été acquise à un prix supérieur à 1,15 €, les acquisitions ayant été réalisées à des prix compris entre 1,125 € et 1,150 €.

### **V.B.5. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie**

#### **V.B.5.a. Méthodologie**

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, *FUTUREN* a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'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.

Concernant *FUTUREN*, la modélisation selon une approche *DCF to Equity* est la plus pertinente car elle permet de tenir compte de la structure financière de la société, qui se caractérise par deux niveaux d'endettement, via de la dette bancaire au niveau des SSP correspondant aux anciens parcs et via des avances d'actionnaires vers *FUTUREN* pour le financement des nouveaux parcs, et de trois niveaux de trésorerie, dont les trésoreries bloquées et réservées qui ne peuvent être directement remontées à *FUTUREN*. La modélisation selon une approche *DCF to Firm* ne permet pas de prendre en considération ces différences, qui ont une incidence importante sur la capacité de l'actionnaire minoritaire à percevoir un dividende.

#### **V.B.5.b. Estimation des flux prévisionnels**

Associés en Finance a établi un plan d'affaires de la Société sur plus de 20 ans à partir d'hypothèses opérationnelles et financières basées sur les nombreuses informations fournies et discutées avec la Société, notamment les éléments financiers suivants :

- Les informations financières sur les parcs existants, notamment la valeur comptable des parcs, les prévisions de vent, la production individuelle, ainsi que les tarifs contractés et les prévisions de marge d'EBITDA et de CAPEX pour les nouveaux parcs ;

- La répartition des déficits reportables affectables aux différents parcs, notamment entre l'Allemagne et la France ;
- Les PPA des derniers parcs mis en service en France ;
- Le détail de la dette bancaire par parc et des avances de l'actionnaire majoritaire par parc, ainsi que le contrat de gestion de trésorerie mis en place entre FUTUREN et EDFR ;
- La durée de vie résiduelle et le taux d'intérêt des emprunts bancaires affectés aux différents parcs ;
- La répartition de la trésorerie disponible, réservée et bloquée entre les différents parcs ;
- Un budget sur les exercices 2019 et 2020, notamment concernant les frais de développement et de construction.

A partir de ces informations, Associés en Finance a élaboré un scénario central fondé sur la production des dernières années pour les parcs existants, les prévisions de vent pour les nouveaux parcs, les contrats noués et les réglementations en vigueur par pays, ainsi que les anticipations de prix de marché en France, en Allemagne et en Italie, à partir de l'analyse d'études élaborées par des spécialistes du secteur. Associés en Finance a dissocié l'activité de vente d'électricité opérée par les différents parcs, qu'ils soient consolidés ou mis en équivalence, des activités d'Ecoval 30 et de gestion pour compte de tiers.

Pour la vente d'électricité, Associés en Finance a mis en place une modélisation en *run-off*, c'est à dire en ne considérant des prévisions de flux que sur le périmètre des parcs en service ou ayant obtenu l'ensemble des autorisations réglementaires et sans considération des perspectives et coûts de développement.

### ***Modélisation des flux de l'activité de vente d'électricité sur la période 2019-2046***

Les flux de l'activité de vente d'électricité ont été élaborés par parc, en distinguant les trois principaux pays où opère la Société (France, Allemagne et Italie) ainsi que les anciens parcs des nouveaux parcs. Les nouveaux parcs se situent seulement en France : 2 parcs ont été mis en service au premier semestre 2019 et 5 parcs en construction sont ensuite pris en compte car ils bénéficient de l'ensemble des autorisations réglementaires.

Au Maroc, la concession et le contrat d'achat d'électricité ont pris fin le 29 août 2019. Ainsi, seuls les flux liés au fonctionnement du parc en juillet et août 2019 ont été considérés, la Société ne disposant pas d'une visibilité suffisante sur l'avenir de la concession.

La modélisation a été effectuée sur la base des éléments bilanciels au 30 juin 2019, soient des flux modélisés à partir du second semestre 2019.

### ***Chiffre d'affaires***

Le chiffre d'affaires pour l'activité vente d'électricité dépend de la production par parc (nombre d'heures de vent en GWh de l'année) et du tarif d'achat appliqué (tarif garanti ou prix de marché) :

- La production retenue pour les parcs en exploitation correspond à la moyenne des productions historiques sur les 5 derniers exercices lorsque les données étaient disponibles.
- Pour les parcs plus récents ou pas encore en service, nous avons retenu les hypothèses de production communiquées par la Société. Les hypothèses de vent ont été fixées par référence à une probabilité P50 qui correspond au niveau de production moyen attendu sur la base des études de vent réalisées. Les autres niveaux de probabilité constatés sur le marché des

éoliennes sont P75 et P90. L'hypothèse P50 est favorable aux actionnaires minoritaires dès lors qu'elle se base sur une hypothèse de production annuelle plus élevée qu'en probabilité P75 ou P90.

- Le prix de vente de l'électricité est déterminé pendant la période de vente à un tarif garanti (obligation d'achat ou complément de rémunération) à partir du tarif 2018 ajusté du facteur d'indexation annuelle en vigueur dans chaque pays. A partir des réglementations par pays, Associés en Finance a retenu les facteurs d'indexation suivants : 0 % en Allemagne, 60 % en France et 100 % en Italie. A partir de 2019 et pendant la durée des contrats permettant ces tarifs garantis, une hypothèse d'inflation de 1,5% a été retenue et appliquée aux différents facteurs d'indexation ;
- A la fin du tarif garanti, une estimation de prix de marché a été retenue à partir d'études élaborées par des spécialistes du secteur. A horizon 2040, les prix de marché sont estimés entre 64 €/MWh et 82 €/MWh en fonction des différents pays. Après 2040, les prix de marché sont augmentés d'un coefficient d'inflation de 2%.
- A partir de la mise en service, la durée de vente d'électricité à tarif garanti est fixée entre 15 ans et 20 ans selon le pays. Ces durées correspondent aux pratiques de marché et aux réglementations en vigueur.
- Une durée d'exploitation de 23 ans a été retenue à partir de la mise en service (la pratique de marché se situe entre 20 et 25 ans). La durée de vie résiduelle des parcs au 30 juin 2019 est d'environ 14 ans, dont 18 ans pour les parcs en France (nouveaux parcs mis en service exclusivement français) et 10 ans pour les parcs Allemagne

Le chiffre d'affaires consolidé est en croissance sur les exercices 2020 et 2021 avec la mise en service de nouveaux parcs, puis en baisse jusqu'à la dernière année de modélisation en 2044, 23 ans après le dernier parc mis en service.

### **Coûts d'exploitation**

Les coûts d'exploitation des parcs sont essentiellement des coûts de maintenance, assis sur des contrats portant généralement sur la durée de vente de l'électricité à tarif garanti. Durant cette première période, Associés en Finance a fondé sa modélisation sur le niveau historique et une progression légèrement inférieure à l'inflation. Lors du passage au prix de marché, Associés en Finance a modélisé une renégociation des contrats de maintenance aboutissant à une hausse du tarif de +10% tenant compte du vieillissement des parcs. Les autres coûts d'exploitation augmentent de façon linéaire avec l'inflation dans chaque pays.

### **Marge d'EBITDA**

Pour les parcs en service depuis plusieurs années, la marge d'EBITDA est égale au chiffre d'affaires réduit des coûts d'exploitation discutés plus haut. Pour les parcs français n'ayant pas d'historique, une marge d'EBITDA cible a été prise en compte, supérieure aux marges d'EBITDA moyennes constatées sur l'ensemble des parcs français sur les deux dernières années mais en ligne avec les marges constatées sur les derniers parcs mis en service. La marge d'EBITDA consolidé atteint 65,1% en 2024 et 58,4% en 2034.

### **Dotations aux amortissements**

Les dotations aux amortissements ont été modélisées à partir de la valeur comptable des parcs au 31 décembre 2018 ou sur la valeur de l'investissement pour les nouveaux projets, en considérant une durée d'amortissement de 23 ans conforme à la durée d'exploitation des parcs.

### **Dépenses d'investissement**

Les dépenses d'investissement résiduelles concernant les parcs en construction ou prochainement mis en construction ont été fournies par la Société.

### **Taux d'imposition**

En France, Associés en Finance a retenu le taux d'impôt de 28% issu de la Loi de Finance 2017 effectif à partir de 2019, auquel s'ajoute la contribution sociale. En Allemagne, le taux retenu est de 30%. Il est de 27,9% en Italie et 31% au Maroc.

### **Valeur terminale des parcs**

Après échange avec le management, la valeur terminale des parcs a été considérée comme nulle, en considérant que les coûts de démantèlement étaient compensés par la vente des matériaux. Une sensibilité a été effectuée en tenant compte de coûts de démantèlement à un coût fixé par éolienne.

## **Hypothèses utilisées dans le cadre de la modélisation en DCF to Equity**

### **Conditions des emprunts contractés**

Les taux d'intérêts sur les différentes dettes bancaires souscrites par les SSP ont été fournis par la Société, ainsi que la maturité des emprunts. Les derniers parcs mis en service sont financés sans recours à la dette bancaire, via des avances de l'actionnaire majoritaire modélisées selon la convention de trésorerie fournie par la Société.

### **Possibilité de remontée de la trésorerie des SSP vers FUTUREN**

La trésorerie bloquée est conservée par les SSP jusqu'à l'échéance des emprunts bancaires. La trésorerie réservée, destinée à couvrir les dépenses d'exploitation courantes des SSP, a été conservée à une proportion des dépenses courantes conforme à l'historique pour les anciens parcs et à 75% des dépenses courantes pour les nouveaux parcs. La trésorerie disponible peut être librement remontée à FUTUREN SA.

### **Spécificités concernant la société Aerochetto**

FUTUREN SA détient 51% du capital d'Aerochetto, qui opère le parc italien de Ginuchetto. Le parc a été modélisé en quote-part des flux selon les mêmes principes détaillés plus haut.

### **Traitement des déficits fiscaux reportables**

Pour la méthode *DCF to Equity*, Associés en Finance a pris en compte la consommation de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable par pays (résultat après prise en compte des intérêts) permettait de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale. Ils ont donc été incorporés directement dans la modélisation, améliorant les flux disponibles pour les actionnaires pour les premières années de modélisation.

Pour la méthode *DCF to Firm*, Associés en Finance a également pris directement en compte la consommation de ces déficits fiscaux dans la modélisation, mais en les appliquant à l'EBIT théorique imposable dans chaque pays (hypothèse *DCF to Firm* de neutralité de la valeur des actifs à la structure financière). Les déficits reportables sont ainsi consommés plus rapidement puisque l'EBIT est supérieur à la base imposable après prise en compte des intérêts, ce qui augmente leur valeur pour les actionnaires de FUTUREN.

L'intégralité des déficits reportables est utilisée en France sur la durée de la modélisation, ce qui n'est pas le cas en Allemagne en raison de la maturité et de la moindre profitabilité des parcs.

### **Modélisation des flux hors vente d'électricité et autres éléments**

Dans le *reporting* de la Société, les frais de structure sont agrégés au périmètre de l'activité de gestion et développement de parcs pour compte de tiers. Associés en Finance a procédé à une dissociation entre les frais de structure et l'activité de gestion, sur la base des comptes 2017, 2018 et du premier semestre 2019, et a également isolé les coûts de développement. Aucune perspective de développement n'étant prise en compte dans le cadre d'une modélisation en run-off, aucun coût de développement n'a été considéré à partir du second semestre 2019. Les frais de structure ont été maintenus stables en pourcentage du chiffre d'affaires par rapport à leur niveau historique, tandis que l'activité de gestion se réduit à mesure de l'arrivée à échéance des différents contrats. Les pertes prévisionnelles associées aux contrats incluant des garanties de performance ont été modélisées jusqu'à leur échéance selon les informations communiquées par la Société sur ces contrats. Les provisions, notamment pour litiges, ont été intégrées aux flux en fonction d'estimations sur leurs dates de décaissements.

Avec une activité structurellement déficitaire et des créances clients anciennes restant impayées, Ecoval 30, filiale spécialisée dans le traitement et la valorisation des déchets par tri-compostage, a entamé fin 2018 une procédure de médiation visant à restaurer son équilibre financier. La médiation s'est achevée le 3 septembre 2019 sans avoir permis d'aboutir à un accord. Pendant la médiation, FUTUREN a accordé de nouvelles avances à Ecoval 30, remboursables le 31 août 2019. La filiale ayant été placée en cessation de paiement, Associés en Finance a considéré les pertes occasionnées par l'activité opérationnelle au second semestre 2019, ainsi que sur les avances consenties et les prêts garantis par FUTUREN.

Les autres actifs financiers ont été intégrés à la trésorerie à leur valeur au bilan au 30 juin 2019.

### **Modélisation des flux actionnaires en DCF to Equity**

Dans le cadre de son plan de restructuration financière, mis en place en décembre 2014, la Société s'est engagée à ne pas verser de dividende préalablement au 1er janvier 2018. Elle s'est aussi engagée, sur la période courant du 1er janvier 2018 au 1er janvier 2020, à ne pas verser de dividendes supérieurs à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé. Enfin, les Co-Initiateurs ont indiqué que la politique de distribution de dividendes sera examinée ultérieurement en fonction de la capacités distributrice de la Société, sa situation financière et ses besoins financiers. Compte tenu de ses éléments, Associés en Finance n'a considéré aucun versement de dividende en 2020, au titre de l'exercice 2019. A partir de l'exercice 2021, Associés en Finance a examiné l'évaluation de la Société selon deux scénarios : (i) en ne considérant aucun dividende versé avant le remboursement des avances accordées par l'actionnaire majoritaire, ce qui aboutit à un premier dividende versé en 2025 au titre de l'exercice 2024 et (ii) en considérant un dividende progressif à partir de 2021 au titre de l'exercice 2020, limité à un maximum de 50% du cash-flow généré par la Société.

#### **V.B.5.c. Estimation du coût des ressources de financement**

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres de FUTUREN (*DCF to Equity*) ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

## Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres, qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Equity*, prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

### Paramètres spécifiques de FUTUREN

Le risque relatif de FUTUREN résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. Figure 20) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision pour les activités de vente d'électricité s'établit à 1 sur une échelle de 1 à 9, c'est-à-dire au niveau de risque des sociétés de concessions à prix garantis dans le modèle Trival®. Cette note prend en considération la forte visibilité sur les flux, notamment dans le cadre d'une modélisation en *run-off*.
- Le risque financier s'établit à 3 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle de la Société, qui présente un levier assez élevé par rapport à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival®, compensé par la structure de son bilan composé principalement d'actifs tangibles à forte valeur.
- Le risque sectoriel s'établit à 0,78 au 31 octobre 2019, sur la base du bêta boursier de l'indice *Euro Stoxx Utilities*.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque relatif de FUTUREN s'établit à 0,48.

Par ailleurs, le modèle Trival® prend en compte l'impact de la liquidité sur le coût des fonds propres des sociétés : la liquidité de chaque société est appréciée au travers de la taille de son flottant et des montants absorbables. Compte tenu des échanges sur l'action FUTUREN avant annonce de l'Opération, le coefficient d'illiquidité de la Société s'établit à 2,74. Il s'explique par une capitalisation boursière de la Société inférieure à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et une très faible liquidité.

### Paramètres de marché et coût des fonds propres

Sur la base des paramètres de marché calculés en moyenne sur trois mois au 31 octobre 2019, le coût des fonds propres après impôt s'établit à 6,10%. Il tient compte de la faible liquidité du titre en bourse. Le Tableau ci-dessous détaille le calcul.

**Tableau 7 : Coût des fonds propres après impôt de FUTUREN au 31 octobre 2019**

		Coût des fonds propres	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques Futuren
<b>Coût des fonds propres après impôts</b>	<i>Coût des fonds propres - Marché</i>	7,71%	7,71%
	Impact du risque de Futuren	$9,22\% \times (0,48 - 1)$	(4,84%)
	Impact de l'illiquidité de Futuren	$1,86\% \times (2,74 - 1)$	3,24%
	<b>Coût des fonds propres Futuren</b>		<b>6,10%</b>

Source : Associés en Finance

## Coût du capital après impôt

Le coût des fonds propres, qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Equity*, prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques opérationnels et la taille de l'entreprise.

### Paramètres spécifiques de FUTUREN

Le risque opérationnel de FUTUREN résulte des éléments suivants :

- Le risque de prévision retenu est identique à celui retenu pour le calcul du coût des fonds propres, soit 1 une échelle croissante de risque de 1 à 9 ;
- Le risque sectoriel est également identique, soit 0,78.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque opérationnel de FUTUREN au 31 octobre 2019 s'établit à 0,49.

Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise. Sur la base du cours de l'action au 30 septembre 2019, il s'établit à 1,77.

### Paramètres de marché et coût du capital

Sur la base des paramètres de marché calculés en moyenne sur trois mois au 31 octobre 2019, le coût du capital après impôt s'établit à 4,83%. Le Tableau ci-dessous détaille le calcul

**Tableau 8 : Coût du capital après impôt de FUTUREN au 31 octobre 2019**

		WACC	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques Futuren
<b>WACC après impôts</b>	<i>Coût du capital de Marché</i>	6,53%	6,53%
	Impact du risque opérationnel de Futuren	$7,95\% \times (0,49 - 1)$	(4,07%)
	Impact de taille de Futuren	$3,07\% \times (1,77 - 1)$	2,37%
	<b>Total WACC de Futuren</b>		<b>4,83%</b>

Source : Associés en Finance

### V.B.5.d. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base des comptes au 30 juin 2019, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de FUTUREN dans le cadre de sa modélisation en *DCF to Firm* :

- L'endettement financier net y compris concernant Aerochetto, ainsi que les avances consenties par l'actionnaire majoritaire ;
- Les autres actifs financiers et la valeur d'une transaction dans le cadre de la résolution d'un litige en Allemagne ;
- Le prêt d'actionnaire de FUTUREN vers Aerochetto ;



- Les provisions, notamment pour litiges mais hors provisions de démantèlement, la valeur actualisée des pertes liées aux contrats incluant des garanties de performance et la valeur d'Ecoval 30 ;
- Les minoritaires y compris concernant Aerochetto, qui a été modélisée en intégration globale alors que FUTUREN détient 51% du capital.

### V.B.5.e. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

Les résultats obtenus par les méthodes *DCF to Firm* (à titre indicatif) et *DCF to Equity* (à titre principal) sont synthétisés dans le Tableau 9.

**Tableau 9 : Résultats de la valorisation de FUTUREN par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF To Equity* au 30 octobre 2019 (M€)**

<i>Valorisation de FUTUREN</i>		<i>en M€</i>
<b>DCF to Equity</b>	<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>227,5</b>
	Intérêts minoritaires	(0,0)
	<b>Valeur des fonds propres PdG</b>	<b>227,5</b>
	Nombre d'actions FUTUREN	277,90
	<b>Valeur par action FUTUREN (en €)</b>	<b>0,82 €</b>
	<b>Prime sur le prix d'Offre</b>	<b>40,5%</b>
<i>Valorisation de FUTUREN</i>		<i>en M€</i>
<b>DCF to Firm</b>	<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>457,4</b>
	Dette nette y.c. Aerochetto	(188,5)
	Autres actifs financiers	4,0
	Prêt d'actionnaire de FUTUREN vers Aerochetto	11,3
	Provisions y.c. Ecoval 30 et contrats à performance garantie	(8,8)
	Minoritaires y.c. Aerochetto	(10,1)
	<b>Valeur des fonds propres PdG</b>	<b>265,3</b>
	Nombre d'actions FUTUREN	277,90
	<b>Valeur par action FUTUREN (en €)</b>	<b>0,95 €</b>
<b>Prime sur le prix d'Offre</b>	<b>20,5%</b>	

Source : Associés en Finance

Au 31 octobre 2019, la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,82 € par action et la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,95 € par action, soit des primes respectives extériorisées par le Prix d'Offre de +40,5% et +20,5%. Cette différence s'explique par (i) la complexité de la structure financière et (ii) le différentiel de taux d'actualisation notamment via la prise en compte de l'illiquidité de l'action dans le coût des fonds propres.

### V.B.5.f. Analyse de sensibilité de la valorisation

La valorisation de FUTUREN par la méthode *DCF to Equity* présentée a été établie en considérant un dividende progressif à partir de 2021, limité à un maximum de 50% du *cash-flow* généré. En ne considérant aucun dividende versé avant le remboursement des avances accordées par l'actionnaire majoritaire, la valorisation de FUTUREN par la méthode *DCF to Equity* s'établit à 0,81 € par action, avec un premier dividende versé au titre de l'exercice 2024.

En tenant compte d'une valeur terminale égale aux coûts de démantèlement, la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,80 € par action et la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,93 € par action.

En ne considérant aucun déficit reportable, la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,73 € par action et la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de FUTUREN de 0,85 € par action.

Le Tableau 10 et le Tableau 11 présentent la sensibilité de la valorisation de FUTUREN par les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm* à la durée d'exploitation des parcs et à l'inflation en Europe.

**Tableau 10 : Sensibilité de la valorisation par la méthode *DCF to Equity***

		<i>Durée d'exploitation des parcs (années)</i>				
		21,0	22,0	23,0	24,0	25,0
<i>Inflation Europe (%)</i>	1,00%	0,76	0,78	0,81	0,83	0,86
	1,25%	0,77	0,79	0,81	0,84	0,86
	1,50%	0,77	0,80	0,82	0,84	0,86
	1,75%	0,78	0,80	0,82	0,84	0,86
	2,00%	0,79	0,81	0,83	0,85	0,87

Source : Associés en Finance

**Tableau 11 : Sensibilité de la valorisation par la méthode *DCF to Firm***

		<i>Durée d'exploitation des parcs (années)</i>				
		21,0	22,0	23,0	24,0	25,0
<i>Inflation Europe (%)</i>	1,00%	0,88	0,91	0,94	0,97	1,01
	1,25%	0,89	0,92	0,95	0,98	1,01
	1,50%	0,90	0,93	0,95	0,98	1,01
	1,75%	0,90	0,93	0,96	0,99	1,02
	2,00%	0,91	0,94	0,97	0,99	1,02





Source : Associés en Finance

### V.B.6. Méthode des comparables boursiers (à titre principal)





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, et de taille, mais aussi à la stabilité et à la régularité de la croissance sur l'horizon de mise en œuvre (en général prévisions à deux ou trois ans).

Compte tenu de la spécificité de l'activité de FUTUREN, 4 sociétés ont été retenues : Falck Renewables, ERG, Boralex et Energiekontor (cf. présentation en Annexe 4)<sup>10</sup>. Le Tableau 12 présente les caractéristiques opérationnelles et boursières des sociétés identifiées.

**Tableau 12 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon au 31 octobre 2019 (M€)**

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2019-2021		
		2018R	2018R	2018R	CA	EBITDA	EBIT
Falck Renewables		335,9	179,8	115,0	7,9%	7,5%	4,5%
ERG		1 045,6	469,8	199,5	1,8%	4,6%	7,5%
Boralex		323,1	197,6	49,4	(0,7%)	0,7%	7,0%
Energiekontor		128,7	40,5	21,9	64,0%	32,5%	43,5%
<b>Moyenne</b>					<b>18,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>15,6%</b>
<b>Médiane</b>					<b>4,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,2%</b>

Société	Pays	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Falck Renewables		56,0%	55,9%	55,6%	33,8%	33,0%	31,7%
ERG		45,5%	46,4%	48,1%	18,7%	19,1%	20,8%
Boralex		86,3%	83,5%	88,6%	23,7%	23,1%	27,4%
Energiekontor		33,1%	21,5%	21,6%	18,3%	14,5%	14,0%
<b>Moyenne</b>		<b>55,2%</b>	<b>51,8%</b>	<b>53,5%</b>	<b>23,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>23,5%</b>
<b>Médiane</b>		<b>50,7%</b>	<b>51,2%</b>	<b>51,8%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,1%</b>	<b>24,1%</b>

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Les multiples boursiers sont indiqués dans le Tableau 13 et sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur trois mois au 31 octobre 2019.

<sup>10</sup> Voltalia, Alerion, EDP Renovaveis ou encore Terna Energy ont été écartés de notre échantillon en raison de différences trop importantes concernant la taille, la présence géographique, le mix-métiers ou encore un manque de données exploitables.

**Tableau 13 : Multiples extériorisés par l'échantillon au 31 octobre 2019 (M€)**

Société	Capi. boursière	Valeur d'entreprise	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Falck Renew ables	1 131,2	1 857,3	5,4x	5,0x	4,7x	9,7x	9,0x	8,4x	16,1x	15,7x	15,6x
ERG	2 725,0	4 462,8	3,8x	3,5x	3,3x	8,4x	7,7x	6,8x	20,3x	18,8x	15,5x
Boralex	1 460,8	3 613,1	9,3x	8,7x	9,0x	10,9x	10,5x	10,2x	39,4x	37,6x	32,9x
<b>Moyenne avant décote</b>			<b>6,2x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,7x</b>	<b>9,6x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,5x</b>	<b>25,3x</b>	<b>24,1x</b>	<b>21,3x</b>
<b>Médiane avant décote</b>			<b>5,4x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,7x</b>	<b>9,7x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,4x</b>	<b>20,3x</b>	<b>18,8x</b>	<b>15,6x</b>
<i>Décote de taille</i>			<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>	<i>(14%)</i>
<b>Moyenne après décote</b>			<b>5,3x</b>	<b>4,9x</b>	<b>4,9x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,3x</b>	<b>21,7x</b>	<b>20,7x</b>	<b>18,3x</b>
<b>Médiane après décote</b>			<b>4,7x</b>	<b>4,3x</b>	<b>4,0x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>17,5x</b>	<b>16,2x</b>	<b>13,4x</b>
Energiekontor	281,8	442,6	3,2x	1,7x	1,6x	9,8x	8,0x	7,6x	17,7x	11,9x	11,8x
<b>Moyenne</b>			<b>4,8x</b>	<b>4,1x</b>	<b>4,1x</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,4x</b>	<b>20,7x</b>	<b>18,5x</b>	<b>16,7x</b>
<b>Médiane</b>			<b>4,0x</b>	<b>3,7x</b>	<b>3,4x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,4x</b>	<b>17,6x</b>	<b>14,9x</b>	<b>13,4x</b>

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

S'il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à FUTUREN, en particulier en matière de mix-métiers, de maturité des parcs éoliens et de répartition géographique, les sociétés sélectionnées (i) opèrent essentiellement dans l'Union Européenne et dans des pays où FUTUREN est également implanté et (ii) sont essentiellement présentes dans le domaine de l'éolien. Afin de prendre en compte le différentiel de taille entre FUTUREN et les 3 premières sociétés de l'échantillon, Associés en Finance a considéré une décote de taille. Afin de la quantifier, Associés en Finance a estimé le nouveau coût du capital qui résulterait d'une taille de FUTUREN égale à la taille moyenne des 3 sociétés considérées, et l'impact sur sa valorisation en DCF to Firm.

Pour capter au mieux la valeur de FUTUREN par la méthode des multiples, Associés en Finance s'est fondé sur le multiple VE / EBITDA, qui est le plus pertinent dans le secteur compte tenu des distorsions dans les politiques d'amortissement. Le Tableau 14 présente les résultats obtenus pour la valorisation de FUTUREN par la méthode des comparables boursiers.

**Tableau 14 : Valorisation de FUTUREN par les comparables boursiers 31 octobre 2019 (M€)**

En M€	VE / EBITDA	
	2020E	2021E
Agrégats de Futuren y.c. Aerochetto	57,4	59,1
x Multiples moyens de l'échantillon après décote de taille	7,8x	7,4x
<b>= Valeur d'entreprise y.c. Aerochetto</b>	<b>449,7</b>	<b>436,1</b>
Dette nette y.c. Aerochetto & autres actifs financiers	(172,8)	(133,0)
Prêt d'actionnaire de Futuren vers Aerochetto	11,3	11,3
Valeur des provisions y.c. Ecoval 30 & contrats à performance garantie	(3,1)	(1,7)
Valeur des déficits reportables	24,6	21,7
Minoritaires y.c. Aerochetto	(12,6)	(13,4)
<b>= Valeur des fonds propres (PdG)</b>	<b>297,2</b>	<b>320,9</b>
/ Nombre d'actions	277,9	277,9
<b>= Valeur par action (en €)</b>	<b>1,07 €</b>	<b>1,15 €</b>
<b>Valeur par action retenue au 31-oct-19 (en €)</b>	<b>1,11 €</b>	
<b>Prix d'offre (en €)</b>	<b>1,15 €</b>	
<b>Prime sur le prix d'Offre</b>	<b>3,4%</b>	

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Les multiples d'EBITDA moyens extériorisés par les comparables boursiers ont été appliqués aux agrégats 2020 et 2021 de FUTUREN. L'application à l'exercice 2019 n'a pas été considérée en raison du manque de cohérence entre l'EBITDA considéré, qui n'intègre pas encore la mise en service des nouveaux parcs, et la dette considérée, qui intègre les dépenses d'investissement engagées pour leur construction. A titre d'information, l'application sur l'exercice 2019 aboutirait à une valeur de 0,73 € par action.

La différence entre les éléments de passage par rapport à la valorisation par la méthode *DCF to Firm*, ainsi qu'entre les 2 exercices d'application, s'explique par l'évolution temporelle des différents soldes (évolution de la dette nette compte tenu de la génération de trésorerie, écoulement des déficits reportables et des provisions, arrivée à terme des contrats à performance garantie).

Au 31 octobre 2019, en appliquant les multiples d'EBITDA moyens 2020 et 2021 de l'échantillon, soit 7,8x et 7,4x, aux prévisions d'EBITDA ressortant de notre modélisation, la valeur implicite de l'action FUTUREN s'établit à 1,11 €, soit une prime de +3,4% extériorisée par le Prix d'Offre.

### V.B.7. Méthode des transactions de 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. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

De la même manière que pour la méthode des comparables boursiers, la recherche de transactions portant sur des actifs pleinement comparables à FUTUREN est complexe. Il s'y ajoute deux difficultés supplémentaires, que sont l'appréciation du contexte transactionnel, notamment appréciée en termes de part du capital acquise et de prise de contrôle, et la situation de marché au moment de la réalisation de la transaction.

Quelques opérations réalisées depuis 2012 ont cependant été identifiées<sup>11</sup> (cf. Annexe 3 pour leur présentation détaillée) et les multiples extériorisés par ces transactions sont présentés dans le Tableau 15.

**Tableau 15 : Multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables (M€)**

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)			Multiples (LTM)	
	Nom	Pays	Nom	% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT
25-mars.-19	Les Moulins de Fruges	France	ERG	100,0%	52	nd	8,4x	nd
06-févr.-18	Saeta Yield	Espagne	TerraForm Power	100,0%	2 518	7,3x	9,7x	17,8x
23-janv.-17	Alerion Clean Power	Italie	FRI-EL Green Power	54,6%	307	6,1x	8,8x	20,5x
12-oct.-16	Alerion Clean Power	Italie	Edison Energie	38,9%	303	6,1x	8,8x	20,5x
28-août.-16	Alerion Clean Power	Italie	FGPA	30,2%	309	6,3x	10,1x	37,1x
19-mai.-16	Fersa Energías Ren.	Espagne	Audax Energia	70,9%	209	7,6x	13,3x	49,5x
15-déc.-14	Enel Green Power Fr.	France	Boralex	100,0%	281	8,2x	11,2x	13,6x
18-déc.-13	Acciona Energie	Allemagne	Swisspower	100,0%	157	nd	10,2x	nd
05-déc.-12	IP Maestratale	Italie	ERG	80,0%	900	nd	8,2x	nd
18-juil.-12	Aerowatt	France	JMB Energie	60,1%	190	6,2x	8,5x	27,7x
<b>Moyenne</b>						<b>6,8x</b>	<b>9,7x</b>	<b>26,7x</b>
<b>Médiane</b>						<b>6,3x</b>	<b>9,2x</b>	<b>20,5x</b>

Sources : CapitalIQ, les communiqués de presse des sociétés concernées

Pour les raisons évoquées plus haut, les résultats de cette méthode sont présentés à titre indicatif. Parmi les opérations les plus récentes, l'acquisition des Moulins De Fruges pourrait constituer un comparable intéressant, dans la mesure où les six parcs éoliens sont situés dans les Hauts-de-France, tout comme les opérations successives sur le capital d'Alerion Clean Power, société cotée, *pure player* des éoliennes et essentiellement présent en Italie, ou l'acquisition par TerraForm Power de Saeta Yield, qui dispose essentiellement d'actifs en Espagne et au Portugal. Il convient cependant de noter que l'ensemble de ces transactions portaient soit sur des blocs de contrôle, soit sur des parts de capital supérieures à celle concernée par l'Offre.

Pour capter au mieux la valeur de FUTUREN par la méthode des multiples, Associés en Finance s'est fondé sur le multiple VE / EBITDA, qui est le plus pertinent dans le secteur compte tenu des distorsions dans les politiques d'amortissement. Le Tableau 16 présente les résultats obtenus pour la valorisation de FUTUREN par la méthode des transactions comparables (à titre indicatif).

<sup>11</sup> D'autres transactions ont été analysées mais ne figurent pas dans l'analyse à défaut d'informations financières fiables permettant de déterminer les multiples de transaction, notamment l'acquisition de Kallista Energy Investment par Boralex en avril 2018, celle d'Eolia Renovables de Inversiones par Alberta Investment en novembre 2018 et ou celle Quadran par Direct Energie en septembre 2017.

**Tableau 16 : Valorisation de FUTUREN par les transactions comparables 31 octobre 2019 (M€)**

En M€	VE/ EBITDA LTM
Agrégats de Futuren y.c. Aerochetto	41,3
x Multiple moyen de l'échantillon	9,7x
<b>= Valeur d'entreprise y.c. Aerochetto</b>	<b>401,0</b>
Dette nette y.c. Aerochetto & autres actifs financiers	(184,5)
Prêt d'actionnaire de Futuren vers Aerochetto	11,3
Provisions y.c. Ecoval 30 et contrats à performance garantie	(8,8)
Valeur des déficits reportables	29,9
Minoritaires y.c. Aerochetto	(10,1)
<b>= Valeur des fonds propres (PdG)</b>	<b>238,8</b>
/ Nombre d'actions	277,9
<b>= Valeur par action (en €)</b>	<b>0,86 €</b>
<b>Prix d'offre (en €)</b>	<b>1,15 €</b>
<b>Prime sur le prix d'Offre</b>	<b>33,8%</b>

Sources : Associés en Finance

Le multiple d'EBITDA moyen extériorisé par les transactions comparables a été appliqué à l'EBITDA des 12 derniers mois de FUTUREN au 30 juin 2019, conformément à la dernière publication de résultats de la Société. La construction des éléments de passage est similaire à celle retenue pour les comparables boursiers, à la différence que ceux-ci sont estimés au 30 juin 2019. L'EBITDA d'Aerochetto a également été considéré.

Au 31 octobre 2019, en appliquant le multiple d'EBITDA moyen de l'échantillon de 9,7x à l'EBITDA réalisé par FUTUREN y compris Aerochetto sur 12 mois au 30 juin 2019, la valeur implicite de l'action FUTUREN s'établit à 0,86 €, soit une prime de +33,8% extériorisée par le Prix d'Offre.

## VI. Analyse des travaux de la banque présentatrice

CA-CIB, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères de la Société tout comme Associés en Finance. Ces éléments ont été analysés et comparés, tant sur les méthodes que sur les hypothèses, après discussions avec les représentants de CA-CIB en charge de l'évaluation.

### VI.A. Les méthodes écartées et retenues

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net réévalué, par l'actualisation des dividendes et par les objectifs de cours des analystes. La banque présentatrice a également écarté la méthode de l'actif net comptable, présentée à titre indicatif par Associés en Finance dans un contexte d'OPR-RO.

Les méthodes retenues à titre principal par l'établissement présentateur pour l'évaluation multicritères de FUTUREN sont les suivantes : l'analyse de l'évolution des cours de bourse, les références aux dernières transactions réalisées par EDFR sur les actions FUTUREN, la méthode des multiples sur les comparables boursiers et l'actualisation des flux prévisionnels. La méthode des transactions de comparables est présentée à titre indicatif. A la différence d'Associés en Finance, qui a mis en place la méthode d'actualisation des flux prévisionnels selon une double approche *DCF to Equity* (à titre principal) et *DCF to Firm* (à titre indicatif), la banque présentatrice n'a opté que pour la méthode *DCF to Firm*, présentée à titre principal.

### VI.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

La banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé au 30 juin 2019 publié dans le rapport du premier semestre 2019, tout comme l'a fait Associés en Finance. La banque présentatrice et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

Le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de la banque présentatrice et qui vient en déduction de la valeur d'entreprise s'établit à 88,8 M€ (contre 192,1 M€ pour Associés en Finance dans la méthode *DCF to Firm*).

Les principales différences concernent (i) le montant des déficits reportables, pris en compte par la banque présentatrice en élément de passage tandis qu'Associés en Finance les intègre directement dans sa modélisation (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) et (ii) le traitement de la participation de 51% dans Aerochetto, intégrée en éléments de passage par la banque présentatrice, tandis qu'Associés en Finance l'intègre à la valeur d'entreprise en corrigeant les éléments de passage via la prise en compte de sa structure financière et des intérêts minoritaires.

En revanche, pour les méthodes des comparables boursiers et des transactions de comparables, Associés en Finance considère la valorisation des déficits reportables dans les éléments de passage, mais maintient le même traitement pour Aerochetto.

De plus, les éléments de passage considérés par l'établissement présentateur sont stables qu'elle que soit la méthode et la période considérées, tandis qu'Associés en Finance ajuste ces éléments de passage en fonction de l'évolution temporelle des différents soldes (évolution de la dette nette compte tenu de la génération de trésorerie, écoulement des déficits reportables et des provisions, arrivée à terme des contrats à performance garantie).



## VI.C. Méthodes retenues par Associés en Finance

### VI.C.1. Référence au cours de bourse

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance. Associés en Finance et la banque ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Opération<sup>12</sup>.

### VI.C.2. L'actualisation des flux prévisionnels

Comme indiqué précédemment, l'établissement présentateur retient à titre principal la méthode *DCF to Firm* contrairement à Associés en Finance qui la présente à titre indicatif et privilégie la méthode *DCF to Equity*. Associés en Finance considère cette méthode comme la plus pertinente pour tenir compte de la structure actuelle du groupe.

La mise en œuvre de la méthode *DCF to Firm* est considérée à titre indicatif par Associés en Finance, car elle ne permet qu'une prise en compte imparfaite de la structure financière de FUTUREN, constituée de trois niveaux de cash et de plusieurs niveaux de dettes, et de ses incidences notamment sur les déficits reportables et le potentiel à verser du dividende.

#### *Hypothèses de modélisation*

##### **Prix de vente de l'électricité**

Durant la période de vente à un tarif garanti, l'indexation appliquée selon les différentes géographies dépend de l'inflation attendue et du facteur d'indexation applicable. Une hypothèse d'inflation de 2% à partir de 2019 a été retenue par la banque contre 1,5% pour Associés en Finance.

##### **Durée de vie des parcs**

L'établissement présentateur a retenu une durée de vie des parcs éoliens de 25 ans. Associés en Finance a retenu une durée d'exploitation de 23 ans (la pratique de marché se situe entre 20 et 25 ans, 23 ans correspondant à la durée d'amortissement des parcs).

##### **Coûts d'exploitation**

Les coûts d'exploitation des parcs sont essentiellement des coûts de maintenance, assis sur des contrats portant sur la durée de vente de l'électricité à tarif garanti. Lors du passage au prix de marché, la banque a modélisé une hausse de 10% des contrats de maintenance puis tous les 5 ans jusqu'à la fin de la durée de vie des parcs. Associés en Finance a tenu compte d'une hausse de 10% des coûts de maintenance uniquement à la fin des contrats, puis a appliqué l'inflation.

##### **Dotations aux amortissements**

Associés en Finance a modélisé les dotations aux amortissements à partir de la valeur comptable des parcs au 31 décembre 2018 ou sur la valeur de l'investissement pour les nouveaux projets, en considérant une durée d'amortissement de 23 ans conforme à la durée d'exploitation des parcs. De

---

<sup>12</sup> Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et par la banque présentatrice sont identiques.

son coté, CA-CIB a modélisé les amortissements en linéaire sur 15 ans à partir de la date de mise en service de chacun des parcs.

### **Variation du besoin en fonds de roulement**

La banque présentatrice retient un BFR basé sur le montant au 31 décembre 2018 représentant environ 10% du chiffre d'affaires. Dans le cadre d'une modélisation en *run-off*, Associés en Finance a retenu une variation de BFR nulle, considérant les informations historiques comme peu exploitables et dans le cadre d'une activité générant peu de décalage de trésorerie.

### **Traitement des déficits fiscaux**

La banque présentatrice a pris en compte une valeur actualisée des déficits fiscaux estimée à 54,4 M€ au 30 juin 2019, sans considérer l'endettement de la Société.

Pour les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, Associés en Finance a pris en compte la consommation de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable par pays (résultat après prise en compte des intérêts) permettait de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale. Ils ont donc été incorporés directement dans les modélisations. L'intégralité des déficits reportables est utilisée en France sur la durée de la modélisation, ce qui n'est pas le cas en Allemagne en raison de la maturité et de la moindre profitabilité des parcs. Pour la méthode *DCF to Firm*, Associés en Finance aboutit à une valorisation des déficits reportables de 29,9 M€.

### **Coûts de développement**

Aucune perspective de développement n'étant prise en compte dans le cadre d'une modélisation en *run-off*, aucun coût de développement n'a été considéré à partir du second semestre 2019 par Associés en Finance. La banque continue de considérer l'intégralité des coûts de développement budgétés par la Société sur les exercices 2019 et 2020.

### **Traitement de la participation dans Aerochetto**

La participation de 51% dans Aerochetto qui exploite le parc de Giunchetto a été valorisée séparément des autres parcs par la banque présentatrice par actualisation des flux de trésorerie disponibles et pris en compte dans les éléments de passage. Associés en Finance a également modélisé le parc séparément, mais l'a considéré en intégration globale en tenant compte des minoritaires et des autres éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

### **Taux d'actualisation**

Les travaux de la banque présentatrice reposent sur un coût moyen pondéré du capital compris entre 4,0% et 7,2% en fonction des pays, calculé sur la base (i) des primes de risque marché actions comprise entre 9,3% et 11,3% (moyenne sur un an de la prime de risque estimée par Bloomberg pour les différents pays), (ii) d'un bêta désendetté de 0,33 calculé à partir du bêta des sociétés cotées comparables (FactSet), (iii) d'un taux sans risque compris entre 0,04% et 2,2% (moyenne sur un an du taux des obligations à 10 ans émises par les différents états (Bloomberg)), (iv) d'un niveau de dette nette / capitaux propres de 64,5% en ligne avec les comparables boursiers (v) et d'un taux d'impôt normatif compris entre 27,9% et 31,0%). Pour le Maroc, il a été appliqué une prime de risque pays selon la méthode dite de Damodaran de 3,5 %.

Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût des fonds propres et du coût moyen pondéré du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût des fonds propres au 31 octobre 2019 de 6,10% et un coût moyen pondéré du capital de 4,83%. Un même taux d'actualisation a été appliqué sur l'ensemble du

périmètre, afin de tenir compte de la prépondérance de la France et de l'Allemagne dans le mix géographique de la Société et de la diversification apportée à l'actionnaire par ce mix.

### **Résultats de la méthode**

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* (à titre indicatif) s'élève à 0,95 € par action FUTUREN, un niveau inférieur à la valorisation obtenue par la banque présentatrice (1,01 € par action FUTUREN). Par la méthode *DCF to Equity*, la valorisation obtenue par Associés en Finance s'élève à 0,82 € par action FUTUREN.

#### **VI.C.3. Méthode des comparables boursiers**

Associés en Finance comme la banque présentatrice présentent les résultats d'une valorisation basée sur les comparables boursiers. L'échantillon de sociétés cotées retenu est identique.

La banque présentatrice s'appuie sur les multiples VE / EBITDA 2019 et 2020 et sur la base de ses propres estimations. Les EBITDA 2019 et 2020 retenus par la banque présentatrice intègrent notamment des coûts de développement.

Associés en Finance s'appuie de son côté sur les multiples VE / EBITDA 2020 et 2021 et sur la base de ses propres estimations. Aucun coût de développement n'est considéré dans l'EBITDA, mais une décote de taille est appliquée pour 3 des 4 sociétés retenues.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode est de 1,11 € par action FUTUREN. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 3,6%. La banque présentatrice extériorise de son côté une prime comprise entre 0,9% et 12,7% pour une fourchette de valorisation comprise entre 1,02 € et 1,14 € par action FUTUREN.

#### **VI.C.4. Transactions réalisées sur le capital de FUTUREN**

Associés en Finance comme la banque présentatrice présente les niveaux de prix auxquels ont été réalisées les dernières transactions sur le capital de la Société, à savoir l'acquisition d'un bloc de contrôle par les Co-Initiateurs suivie de l'OPAS en 2017, toutes deux réalisées au prix de 1,15 € par action, et l'acquisition d'actions dans le cadre d'un contrat à terme conclu le 22 septembre 2017 sur la base d'un prix moyen de 1,13 €. Associés en Finance rappelle également que, dans le cadre de promesses croisées avec l'ancien dirigeant et des salariés, EDFR a acquis des titres en janvier et juin 2019 au prix de 1,15 €.

#### **VI.C.5. L'actif net comptable**

Cette méthode, même si elle rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société, est retenue par Associés en Finance à titre indicatif dans le contexte d'un retrait obligatoire.

#### **VI.C.6. Méthode des transactions de comparables**

Etant donné le caractère spécifique de l'activité de FUTUREN, le timing des opérations, le contexte transactionnel et le manque d'informations financières sur les transactions identifiées, CA-CIB et Associés en Finance présentent les résultats d'une valorisation basée sur les transactions comparables



à titre indicatif. Associés en Finance présente 10 opérations intervenues dans le secteur contre 11 pour la banque présentatrice.

La banque présentatrice se réfère au multiple EV / EBITDA médian appliqué aux EBITDA 2018 et sur 12 mois glissant à fin juin 2019, contrairement à Associés en Finance qui applique le multiple moyen EV / EBITDA à l'EBITDA sur 12 mois glissant à fin juin 2019.

La valeur retenue par Associés en Finance est de 0,86 € par action FUTUREN contre une fourchette de 1,02 € et 1,12 € pour la banque présentatrice, notamment en raison de la différence d'appréciation concernant la valeur des déficits reportables.

## VI.D. Synthèse

**Tableau 17 : Comparaison des résultats obtenus pour l'évaluation de FUTUREN par Associés en Finance et la banque présentatrice selon les différentes méthodes**

Méthode	 Associés en Finance	
<b>Examen du cours de l'action</b>	Prime offerte par l'Offre de 2,7% par rapport au cours de clôture au 30 septembre 2019 Primes comprises entre 1,7% (24 mois) et 2,0% (1 mois) par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6, 12 et 24 mois au 30 septembre 2019	Prime offerte par l'Offre de 2,7% par rapport au cours de clôture au 30 septembre 2019 Primes stables à 1,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6, 12 et 24 mois au 30 septembre 2019
<b>Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm</b>	<u>A titre indicatif</u> : Valeur centrale de 0,95 € par action Futuren sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 20,5%	A titre principal : Valeur centrale de 1,01 € par action Futuren sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 13,9%
<b>Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity</b>	<u>A titre principal</u> : Valeur centrale de 0,82 € par action Futuren sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 40,5%	
<b>Méthode des comparables boursiers</b>	Valeur par action retenue de 1,11 €, soit une prime de 3,4% extériorisée par le prix d'Offre. La valorisation est comprise entre 1,07 € et 1,15 € sur la base des multiples d'EBITDA 2020E et 2021E	Valeur par action retenue comprise entre 1,02 € et 1,14 €. Sur la base des multiples d'EBITDA 2019E et 2020E, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 0,9% et 12,7%
<b>Analyse des transactions récentes sur le capital</b>	Acquisition du bloc le 9 juin 2017 à 1,15 € OPAS initiée en juillet 2017 à 1,15 € Acquisition d'actions en janvier 2019 et juin 2019 dans le cadre de promesses croisées avec l'ancien dirigeant et des salariés à 1,15 € Acquisition d'actions dans le cadre du contrat de vente à terme pour un cours moyen de 1,13 €, soit une prime de 1,8%	Acquisition du bloc le 9 juin 2017 à 1,15 € OPAS initiée en juillet 2017 à 1,15 € Acquisition d'actions dans le cadre du contrat de vente à terme pour un prix d'action compris entre 1,125 € et 1,15 €. La moyenne pondérée des prix s'établit à 1,13 €, soit une prime de 1,8%
<b>Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)</b>	Valeur par action retenue de 0,86 € par la méthode des transactions comparables. Sur la base d'un multiple d'EBITDA moyen, le prix d'Offre extériorise une prime de 33,8%.	Valeur par action retenue comprise entre 1,02 € et 1,12 € par la méthode des transactions comparables. Sur la base d'un multiple d'EBITDA médian, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 2,7% et 12,7%
<b>Actif Net Comptable (à titre indicatif)</b>	L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Futuren s'établit à 0,76 € par action au 30 juin 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 51,3%.	

Sources : CA-CIB, Associés en Finance

## VII. Observations d'actionnaire(s) minoritaire(s)

Dans le cadre de sa mission, Associés en Finance a analysé les observations provenant d'actionnaires minoritaires de FUTUREN, dont les remarques ont été considérées dans l'appréciation de l'Offre.

Les premières observations reçues se réfèrent au rapport du groupe de travail de l'AMF publié en septembre 2019<sup>13</sup> et plus particulièrement au point 2 préconisant la prise en compte des observations formulées par les actionnaires minoritaires. Pour apprécier la valeur de FUTUREN, il est fait référence à des calculs de *Price-Earnings Ratio* ou PER, ainsi qu'à l'évolution boursière d'un échantillon de société du secteur énergétique sur les années 2018 et 2019.

Les échantillons pris en compte pour ces 2 appréciations sont différents et ne constituent pas, du point de vue d'Associés en Finance, des comparables à FUTUREN pour les raisons évoquées en section V.B.6. L'analyse boursière a été réalisée en section V.B.3. Les *Price-Earnings Ratio* ont également été étudiés par Associés en Finance : ceux-ci ne constituent pas une référence pertinente de valorisation, car ils sont biaisés par la structure financière et les conditions d'emprunt notamment, concernant FUTUREN, les conditions des avances consenties par l'actionnaire majoritaire. De plus, le résultat net consolidé réalisé par FUTUREN sur les 2 derniers exercices s'est avéré négatif, ne permettant pas le calcul d'un ratio pertinent.

Les observations suivantes questionnent la méthode *DCF to Equity* retenue à titre principal pour valoriser FUTUREN, en évoquant des transferts de marge :

- Associés en Finance a mis en place une approche de valorisation multicritères de FUTUREN, en expliquant de façon détaillée la pertinence de chacune des méthodes retenues à titre principal, indicatif ou écartées ;
- Associés en Finance a également retenu la méthode des comparables boursiers à titre principal, ainsi que les méthodes *DCF to Firm*, par les transactions comparables et par l'actif net comptable à titre indicatif ;
- Concernant la méthode *DCF to Equity*, Associés en Finance considère qu'elle est la plus pertinente afin de tenir compte de la structure financière de FUTUREN, qui se caractérise par deux niveaux d'endettement, via de la dette bancaire au niveau des SSP correspondant aux anciens parcs et via des avances de son actionnaire de contrôle au niveau de FUTUREN pour le financement des nouveaux parcs, et de trois niveaux de trésorerie, dont les trésoreries bloquées et réservées qui ne peuvent être directement remontées à FUTUREN. Par la méthode *DCF to Firm*, en considérant l'ensemble de la trésorerie en éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, il est implicitement fait l'hypothèse que l'intégralité de cette trésorerie est librement disponible pour les actionnaires de FUTUREN, ce qui n'est pas le cas ;
- Associés en Finance ajoute que la méthode *DCF to Equity* permet de tenir compte du financement des nouveaux parcs par son actionnaire majoritaire à un taux d'intérêt conforme aux standards de marché, ayant permis d'assainir la structure financière alors que la Société a connu un plan de restructuration financière mis en place en décembre 2014 et contraignant sa politique de dividendes jusqu'au 1er janvier 2020 ;
- Concernant les transferts de marge, qui résulteraient d'un coût de gestion des parcs hors standard de marché, Associés en Finance a tenu compte de cet élément en ne considérant les honoraires de gestion facturés aux SSP par FUTUREN (i) ni comme un coût au niveau des

---

<sup>13</sup> Rapport du groupe de travail de l'AMF intitulé « Les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques » disponible sur le site de l'AMF

SSP, qui constituent l'activité de « Vente d'électricité » modélisée via la méthode *DCF to Equity*, (ii) ni comme un revenu au niveau de FUTUREN. Ainsi, Associés en Finance s'est assuré que les flux résultant de sa modélisation *DCF to Equity* étaient cohérents avec la vision consolidée de la Société et n'impliquaient aucun transfert de marge intra-groupe. Au niveau des parcs, Associés en Finance a considéré les revenus issus de la vente d'électricité, auxquels sont retranchés les coûts de maintenance et les autres coûts opérationnels. Aucun autre coût n'a été considéré. Le cas échéant, Associés en Finance a également tenu compte des CAPEX résiduels. Aucun frais ou honoraire de gestion n'a été prélevé sur les parcs exploités par la Société pour compte propre. Au niveau de la société-mère, Associés en Finance a tenu compte des frais de structure et de l'activité de gestion pour compte de tiers ;

- Comme indiqué par Associés en Finance dans son rapport, la différence entre l'évaluation par les méthodes *DCF to Equity* et *DCF to Firm* s'explique par la complexité de la structure financière et le différentiel de taux d'actualisation, notamment via la prise en compte de l'illiquidité de l'action dans le coût des fonds propres.

Enfin, il est fait état de nombreux fondamentaux qui se seraient clairement améliorés comme la fin de la dette obligataire, la réduction des coûts et une augmentation substantielle des réalisations de parcs éoliens :

- L'évolution de la structure de la dette de FUTUREN est prise en compte par Associés en Finance au travers de la méthode *DCF to Equity*, qui tient compte du taux d'intérêt réel sur les différentes dettes contractées par la Société et par les SSP, notamment le financement des nouveaux parcs par son actionnaire majoritaire à un taux d'intérêt conforme aux standards de marché, significativement inférieur au coût du capital de FUTUREN. Associés en Finance a également développé 2 scénarios présentés en sensibilité dans son rapport d'expertise : (i) en ne considérant aucun dividende versé avant le remboursement des avances accordées par l'actionnaire majoritaire, ce qui aboutit à un premier dividende versé en 2025 au titre de l'exercice 2024, et (ii) en considérant un dividende progressif à partir de 2021 au titre de l'exercice 2020, limité à un maximum de 50% du cash-flow généré par la Société ;
- Concernant la réduction des coûts, Associés en Finance a tenu compte de cet élément en procédant à une dissociation entre les frais de structure et l'activité de gestion pour compte de tiers, sur la base des comptes 2017, 2018 et du premier semestre 2019, ainsi que du budget 2019-2020 communiqué par la Société à la demande d'Associés en Finance. Les frais de structure ont été maintenus stables en pourcentage du chiffre d'affaires par rapport à leur niveau sur l'exercice 2019 ce qui, dans une modélisation en *run-off*, aboutit à une forte décroissance à partir de 2022 pour devenir nuls en 2044. De plus, aucun coût de développement n'a été considéré à partir du second semestre 2019 et sur l'ensemble des exercices suivants. Associés en Finance s'est donc positionné au plus proche de la structure de coûts actuelle dans une perspective de *run-off* ;
- Concernant l'augmentation substantielle des réalisations de parcs éoliens, Associés en Finance a tenu compte de l'ensemble des parcs exploités par FUTUREN, y compris ceux mis en service au premier semestre 2019 et 5 parcs en construction car ces derniers bénéficient de l'ensemble des autorisations réglementaires. Par rapport à 2017, plusieurs effets contribuent également à contrebalancer la valeur de l'activité de « Vente d'électricité » :
  - o La réduction de la durée moyenne sous tarif réglementé des parcs en exploitation, l'ouverture de nouveaux parcs n'ayant pas compensé le vieillissement des parcs déjà en exploitation ;
  - o Le durcissement des conditions réglementaires pour les nouveaux parcs mis en service : en France, pour les installations ayant déposé une demande de contrat

d'achat après le 1er janvier 2017, le décret d'avril 2017 fait coexister deux mécanismes d'attribution :

- Les installations d'au moins 7 machines, ou comprenant des machines de puissance unitaire supérieure à 3 MW, bénéficieront d'un complément de rémunération de l'électricité produite après avoir été soumises à une procédure d'appel d'offres ;
  - Les installations ne possédant aucun appareil de puissance nominale supérieure à 3 MW et dans la limite de six éoliennes, continueront à bénéficier du complément de rémunération mais sans avoir été soumises à une procédure d'appel d'offres, sur la base d'un tarif de référence compris entre 74 €/MWh et 70 €/MWh dans la limite d'un plafond de production annuel. Au-delà de ce plafond, l'énergie produite est rémunérée au tarif de référence de 40 €/MWh.
- La baisse des perspectives de prix de marché de l'électricité, établies par les principales sources indépendantes et de référence dans le secteur de l'énergie utilisées par le précédent expert et CA-CIB en 2017, ainsi que par Associés en Finance et CA-CIB en 2019 :
- A horizon 2040, les prix de marché sont estimés par Associés en Finance entre 64 €/MWh et 82 €/MWh en fonction des différents pays, tandis que le précédent expert retenait l'hypothèse d'un tarif de 100 €/MWh dès 2030 pour les trois principaux pays ;
  - En 2017, la banque présentatrice retenait des prix de l'électricité compris entre 95 €/MWh et 103 €/MWh à horizon 2030, proche des travaux de l'ancien expert, et elle retient désormais des prix de l'électricité compris entre 64 €/MWh et 81 €/MWh à horizon 2040, proches de l'expert actuel.



## VIII. Conclusion

Le 1<sup>er</sup> octobre 2019, EDF Renouvelable et EDF Energies Nouvelles Belgium ont annoncé leur intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les actions FUTUREN au prix de 1,15 € par action. Cette opération fait suite à la prise de contrôle de FUTUREN par les Co-Initiateurs en juin 2017, par l'acquisition d'un bloc de contrôle auprès du concert mené par le fonds Boussard & Gavaudan suivie du lancement d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le 30 septembre 2019 et sur recommandation du Comité des Indépendants, le Conseil d'Administration de FUTUREN a annoncé avoir désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant à l'effet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'OPR-RO, conformément à l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF. Plus précisément, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que les Co-Initiateurs de l'Offre détiennent déjà le contrôle de la Société (article 261-1 I alinéa 1 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire va être mise en œuvre (article 261-1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'OPR-RO au prix de 1,15 € en numéraire par action de la Société. L'Offre porte sur la totalité des actions existantes non détenues par les Co-Initiateurs.

Sur les 24 mois ayant précédé le 24 avril 2017 et l'annonce de l'OPAS, le cours de l'action a oscillé entre 0,49 € et 0,89 €. Depuis la clôture de l'OPAS, le cours de l'action a évolué entre 1,11 € et 1,17 €, dans un marché très peu réactif aux annonces de la Société et alors que celle-ci n'est plus suivie par les bureaux d'analyse financière. Dans ce contexte de très faible liquidité de l'action, avec 1,9% du capital et 20,2% du flottant échangés sur les 12 mois ayant précédé l'annonce de l'OPR-RO, et tandis que les Co-Initiateurs ont poursuivi leurs acquisitions directes et indirectes de titres, le cours de l'action ne peut être considéré comme une référence pertinente de valorisation.

Les résultats de la valorisation multicritères de FUTUREN réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 18.

Le prix de 1,15 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime de +2,7% par rapport au cours de clôture de l'action FUTUREN au 30 septembre 2019, dernière date avant l'annonce de l'OPR-RO, et une prime de +2,0% par rapport à la moyenne sur 3 mois au 30 septembre 2019 ;
- Des primes respectives de +40,5% et +3,4% par rapport à la valorisation de la Société par les méthodes retenues à titre principal, à savoir la méthode *DCF to Equity* et la méthode des comparables boursiers.

Le prix de 1,15 € est supérieur ou égal aux prix ressortant des transactions réalisées par les Co-Initiateurs sur le capital de la Société depuis l'acquisition d'un premier bloc d'actions en juin 2017, qu'il s'agisse de l'acquisition du bloc initial, de l'OPAS qui s'en est suivie, de l'acquisitions d'actions sous promesse auprès de l'ancien dirigeant et de salariés, ou des acquisitions sur le marché via la mise en place d'un contrat à terme. Il est également supérieur aux résultats des autres méthodes de valorisation retenues par Associés en Finance à titre indicatif, qu'il s'agisse de la méthode *DCF to Firm*, de l'actif net comptable ou de la méthode des transactions comparables.

Enfin, l'Offre constitue une fenêtre de liquidité pour les actionnaires minoritaires, confrontés à la très faible liquidité de l'action.

**Tableau 18 : Comparaison des valorisations obtenues pour FUTUREN par les différentes méthodes et primes extériorisées par le prix d'Offre**

		Valeur par action	Prime / Décote induite	
A titre principal	<b>Cours de bourse au 30 septembre 2019</b>	Cours de clôture au 30 septembre 2019	1,12 €	2,7%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	1,13 €	2,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	1,13 €	2,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	1,13 €	1,8%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	1,13 €	1,7%
		Cours moyen pondéré par les volumes 24 mois	1,13 €	1,7%
	<b>Méthode d'actualisation des flux</b>	<i>DCF to Equity</i>	0,82 €	40,5%
	<b>Méthode des comparables boursiers</b>	Moyenne des multiples d'EBITDA 2020E et 2021E	1,11 €	3,4%
	<b>Analyse des transactions récentes sur le capital</b>	Acquisition du bloc d'actions le 9 juin 2017 OPAS initiée en juillet 2017	1,15 € 1,15 €	0,0% 0,0%
		Acquisition d'actions en janvier et juin 2019 dans le cadre de promesses croisées avec l'ancien dirigeant et des salariés	1,15 €	0,0%
Acquisition d'actions dans le cadre du contrat de vente à terme		1,13 €	1,8%	
A titre indicatif	<b>Méthode d'actualisation des flux</b>	<i>DCF to Firm</i>	0,95 €	20,5%
	<b>Actif Net Comptable</b>	Actif Net Comptable au 30 juin 2019	0,76 €	51,6%
	<b>Méthode des transactions comparables</b>	Multiple d'EBITDA moyen appliqué à l'EBITDA sur 12 mois glissant au 30 juin 2019	0,86 €	33,8%

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.



Associés en Finance

## IX. Annexes

### IX.A. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat 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. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le 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.

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 ou Détroyat Associés sont intervenus 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 Détrôyat Associés**

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
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 / Société Générale	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'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	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 AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Development	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.

### **Personnes associées à la réalisation de la mission**

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Aurélien Bricout, Associé, Pierre Charmion, *Managing Director*, et Marjory Coustaroux, Analyste. Mathilde de Montigny, *Managing Director*, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

### **Déroulement de la mission d'Associés en Finance**

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous. Trois conférences téléphoniques ont été organisées avec les administrateurs indépendants.

- **Contacts physiques ou téléphoniques avec les personnes suivantes :**
  - Lilia Jolibois, administrateur indépendant, FUTUREN ;
  - Michel Sirat, administrateur indépendant, FUTUREN ;
  - Hubert Segain, Partner Head of Corporate, Herbert Smith Freehills ;
  - Laurence Vincent, Of Counsel, Herbert Smith Freehills ;
  - Elodie Fiorini, Directrice financière, FUTUREN ;
  - Alexandre Morin, Directeur Général, FUTUREN ;
  - Jean-David Chazalet, M&A Director, CA-CIB ;
  - Fabien Brunet, Managing Director, CA-CIB ;
  - Edoardo Dell'Orco, Associate, CA-CIB ;
  - Guillaume Lesueur, M&A Director, EDFR ;
  - Cédric Venot, Investment Manager, EDFR.

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.

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

- **Analyse de documents**
  - Statuts de FUTUREN ;
  - Organigramme juridique de FUTUREN et de ses filiales ;
  - Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote), détail des éventuels instruments dilutifs ;
  - Rapports de gestion de FUTUREN sur les 3 derniers exercices ;
  - Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les trois derniers exercices ;
  - Projets de Note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice et projet de Note en réponse ;
  - Comptes sociaux, comptes consolidés et annexes 2018 ;
  - Comptes consolidés semestriels 2019 ;
  - Contrat de liquidité entre EDFR et M. Fady Khallouf ;
  - PPA des derniers parcs mis en service en France ;

- Détail de la dette bancaire par parc et des avances de l'actionnaire majoritaire par parc ;
- Contrat de gestion de trésorerie mis en place entre FUTUREN et EDFR ;
- Durée de vie résiduelle et le taux d'intérêt des emprunts bancaires affectés aux différents parcs ;
- Répartition de la trésorerie disponible, réservée et bloquée entre les différents parcs
- Budget sur les exercices 2019 et 2020, notamment concernant les frais de développement et de construction ;
- Utilisation des bases de données
  - Bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
  - 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 ;
  - Analyse financière, comptes et stratégie de FUTUREN ;
  - Analyse des comparables boursiers de la Société ;
  - Analyse des transactions comparables
- Evaluation de FUTUREN selon une approche multicritères
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
- Mise en œuvre du contrôle qualité
- Examen des travaux de la banque présentatrice
- Rédaction du rapport d'expertise
- Présentation du rapport à la Société
- Analyse et réponse aux courriers d'actionnaires minoritaires

### **Rémunération**

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) sont compris entre 70 K€ et 80 K€ hors TVA et frais techniques.

## IX.B. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

### Trival® : modèle de coût des fonds propres

#### *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'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 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 1,0% 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%.

### **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 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.

## IX.C. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur

### *Moulins de Fruges*

Le 25 mars 2019, ERG a conclu l'achat de Les Moulins de Fruges, société française qui dispose de 6 parcs éoliens d'une puissance totale de 52 MW. Cette acquisition a été réalisée à pour une valeur d'entreprise de 52,2 M€. Les Moulins de Fruges ont réalisé en 2018 un EBITDA de 6,2 M€.

### *Saeta Yield*

Le 6 février 2018, TerraForm Power a annoncé l'acquisition de Saeta Yield pour un montant de 12,2 € par actions, soit une valeur des Fonds Propres de 1,0 Md€. Saeta Yield est une entreprise espagnole spécialisée dans la production d'énergies éoliennes.

### *Alerion Clean Power*

Alerion Clean Power est une entreprise italienne spécialisée dans la production d'énergies éoliennes. Le 23 janvier 2017, FRI-EL Green Power a annoncé l'acquisition de 54,6% du capital d'Alerion Clean Power pour un montant total de 71 M€. Cette acquisition a été réalisée à une valeur d'entreprise de 130,0 M€.

### *Alerion Clean Power*

Le 12 octobre 2016, Edison Energie a annoncé l'acquisition de 38,9% du capital d'Alerion Clean Power pour un montant total de 41,7 M€, soit un prix de 2,46 € par action. Cette acquisition a été réalisée à une valeur d'entreprise de 107,2 M€.

### *Alerion Clean Power*

Le 28 août 2016, FGPA a annoncé l'acquisition de 30,2% du capital d'Alerion Clean Power pour un montant total de 33,9 M€ soit un prix de 1,9 € par action. Cette acquisition a été réalisée à une valeur d'entreprise de 112,3 M€.

### *Fersa Energias Renovables*

Fersa Energia Renovables est un producteur espagnol d'énergies éoliennes. Le 19 mai 2016, Audax Energia a annoncé l'acquisition de 70,9% de Fersa Energias Renovables sur la base d'une valeur d'entreprise de 209 M€.

### *Enel Green Power France*

Le 15 décembre 2014, Boralex a annoncé l'acquisition d'Enel Green Power France auprès de sa maison mère Enel Green Power International. Enel Green Power France est une entreprise française, spécialisée dans la production d'énergies renouvelables. Elle dispose de 7 parcs éoliens en exploitation. Cette acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 281 M€.

### *Acciona Energie Windparks Deutschland*

Le 18 décembre 2013, Swisspower Renewables a annoncé l'acquisition de Acciona Energie Windparks Deutschland sur la base d'une valeur d'entreprise de 157 M€. Les actifs concernés par l'opération sont 18 parcs éoliens basés en Allemagne avec une capacité maximale de production de 150,3 MW



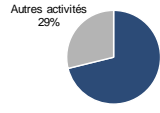
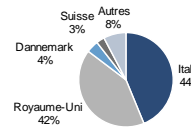


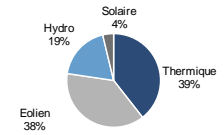
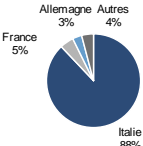


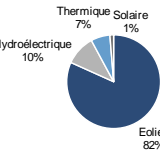
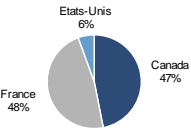


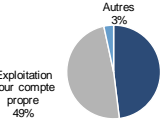
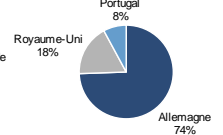
### *IP Maestrale*

Le 5 décembre 2012, ERG a réalisé l'acquisition de 80% du capital de IP Maestrale sur la base d'une valeur d'entreprise de 900 M€. IP Maestrale est la filiale italienne de GDF Suez spécialisée dans l'énergie éolienne, qui dispose d'actifs de production d'une capacité de 550 MW.

### *Aerowatt*

Le 18 juillet 2012, JBM Energie a annoncé l'acquisition de 60,1% d'Aerowatt pour un montant de 18 € par actions, soit une valeur des fonds propres de 35,4 M€. Aerowatt est un producteur français d'énergies renouvelables qui dispose de parcs éoliens, de panneaux solaires et de centrales hydroélectriques. Cette acquisition a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 189,7 M€.

**IX.D. Annexe 4 : détail des comparables boursiers**
**Tableau XX : Profil des comparables boursiers au 30 octobre 2019**

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2018R	CA 2018R par activités	CA 2018R par pays
 <b>FALCK RENEWABLES</b>		Producteur indépendant italien d'électricité à partir de ressource renouvelables : parcs éoliens, procédés de valorisation énergétique des déchets, biomasse et centrales photovoltaïques.	1 131 M€	Chiffres d'affaires 335,9 M€	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Eolien 71%</li> <li>Autres activités 29%</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Royaume-Uni 42%</li> <li>Italie 44%</li> <li>Autres 8%</li> <li>Suisse 3%</li> <li>Danemark 4%</li> </ul>
 <b>ERG</b>		Producteur d'électricité indépendant italien, actif dans le secteur des énergies renouvelables (éolien, solaire, thermique, hydroélectrique). Le groupe dispose d'une capacité de production d'énergie éolienne de 1 822 MW.	2 725 M€	Chiffres d'affaires 1029,9 M€	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Eolien 38%</li> <li>Thermique 39%</li> <li>Hydro 19%</li> <li>Solaire 4%</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Italie 88%</li> <li>France 5%</li> <li>Allemagne 4%</li> <li>Autres 4%</li> </ul>
 <b>BORALEX</b>		Boralex est un producteur d'électricité canadien qui développe, construit et exploite des centrales d'énergie renouvelable. Les secteurs de la Société comprennent l'éolien, l'hydroélectrique, le thermique et le solaire.	1 461 M€	Chiffres d'affaires 479 M€	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Eolien 82%</li> <li>Hydroélectrique 10%</li> <li>Thermique 7%</li> <li>Solaire 1%</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Canada 47%</li> <li>France 48%</li> <li>Etats-Unis 6%</li> </ul>
 <b>EnergieKontor</b>		Société allemande, spécialisée dans la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens et solaires, majoritairement en Allemagne et au Royaume Uni.	443 M€	Chiffres d'affaires 110,2 M€	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Exploitation pour compte propre 49%</li> <li>Développement de projet et ventes 48%</li> <li>Autres 3%</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Allemagne 74%</li> <li>Royaume-Uni 18%</li> <li>Portugal 8%</li> </ul>

Source : Associés en Finance