

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

VISANT LES ACTIONS, LES ACTIONS NON REGROUPEES, LES OBLIGATIONS A OPTION DE CONVERSION ET / OU D'ECHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANES) DE LA SOCIETE ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS



INITIEE PAR

MEIF 4 AX HOLDINGS SAS

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE THEOLIA



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n° 13-406, en date du 23 juillet 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Theolia 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 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, représenté par MM. Olivier Peronnet et Lucas Robin, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site internet de la société Theolia (www.theolia.com) et sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

Theolia
75 rue Denis Papin
BP 80199
13795 Aix-en-Provence Cedex 3

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 Theolia seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

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

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	6
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THEOLIA	10
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THEOLIA	17
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTOCONTROLE	17
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	18
6.1	<i>Protocole d'Accord</i>	18
6.2	<i>Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société</i>	19
6.3	<i>Liquidité des Actions Gratuites, des Options et des BSA</i>	20
6.4	<i>Accord conclu avec Monsieur Fady Khallouf</i>	20
6.5	<i>Accord conclu avec Credit Suisse en lien avec le dénouement du contrat de swap relatif aux OCEANES</i>	22
6.6	<i>Autres accords dont l'Initiateur a connaissance</i>	22
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	22
7.1	<i>Structure et répartition du capital</i>	22
7.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions</i>	23
7.3	<i>Participations directes et indirectes représentant plus de 5 % du capital et des droits de vote de Theolia</i>	24
7.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	24
7.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</i>	25
7.6	<i>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</i>	25
7.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Theolia</i>	25
7.8	<i>Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres</i>	25
7.9	<i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	30
7.10	<i>Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le directeur général de Theolia et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i>	30
7.11	<i>Informations sur les tendances</i>	30
8.	POLITIQUE DE DISTRIBUTION.....	31
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	31
9.1	<i>Désignation de l'expert indépendant</i>	31
9.2	<i>Rapport de l'expert indépendant</i>	31
9.3	<i>Addendum au rapport de l'expert indépendant</i>	68
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	72

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 73

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Générale, en qualité d'établissement présentateur et agissant pour le compte de la société MEIF 4 AX HOLDINGS SAS, société par actions simplifiée au capital de 1 euro, dont le siège social est sis 41, avenue George V, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro de gestion 794 108 423 (« **MEIF 4 AX HOLDINGS SAS** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 8 juillet 2013 le projet d'offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire (l'« **Offre** ») portant sur les titres de la société Theolia, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 90.852.262,20 euros, dont le siège social est sis 75, rue Denis Papin, BP 80199 13795 Aix-en-Provence Cedex 3, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Aix-en-Provence sous le numéro 423 127 281 (« **Theolia** » ou la « **Société** »). Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les actions, les actions non regroupées, les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANES** ») et les bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») émis par la Société (ci-après désignés ensemble les « **Titres** ») sont admis aux négociations (à l'exception des BSA) sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **NYSE Euronext Paris** ») respectivement sous le code ISIN FR0011284991 (mnémonique TEO) (les « **Actions** »), sous le code ISIN FR0000184814 (mnémonique TEONR) (les « **Actions Non Regroupées** ») et, s'agissant des OCEANES sous le code ISIN FR0010532739 (mnémonique YTEO).

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société et porteurs d'OCEANES et de BSA émis par la Société, à acquérir tous les Titres de la Société visés par l'Offre qui seront apportés à l'Offre, au prix de 1,70 euro par Action, 0,85 euro par Action Non Regroupée, 15,29 euros par OCEANE augmenté du Coupon Couru (tel que ce terme est défini ci-après) et 0,002 euro par BSA, pendant une période minimum de 31 (trente-et-un) jours de négociation.

Dans l'hypothèse où entre le 8 juillet 2013 (inclus) et le jour de la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte (inclus), la Société procéderait à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de paiement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre réouverte (selon le cas) les prix offerts par Action, Action Non Regroupée, OCEANE et BSA seraient ajustés en conséquence pour tenir compte de cette Distribution.

Pour les besoins de la présente section le terme « **Distribution** » signifie le montant par Action de toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes faite par la Société après le 8 juillet 2013 ou de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital pour un prix par Action ou par Action Non Regroupée supérieur au prix de l'Offre, décidé après le 8 juillet 2013 et dont le bénéfice requiert d'être actionnaire à une date antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre réouverte, le cas échéant.

Ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessous, la Société s'est engagée à ne procéder à aucune Distribution jusqu'à la recomposition de son Conseil d'administration qui interviendrait en cas de suite positive de l'Offre.

De même, dans l'éventualité où le coupon des OCEANES serait détaché ou les modalités des OCEANES modifiées avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre réouverte, le cas échéant, le prix de l'OCEANE serait ajusté.

Tout ajustement du prix par Action, du prix par Action Non Regroupée et du prix par OCEANE sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- la totalité des Actions existantes de la Société au prix de 1,70 euro par Action (en ce compris les 295.959 Actions auto-détenues au 5 juillet 2013, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre), soit au 5 juillet 2013, un maximum de 64.894.473 Actions existantes ;
- la totalité des Actions Non Regroupées au prix de 0,85 euro par Action Non Regroupée, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre l'Action Non Regroupée auto-détenue, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum d'Actions Non Regroupées de 858.485 ;
- la totalité des OCEANES au prix de 15,29 euros par OCEANE augmenté du coupon couru (ce terme étant défini comme le coupon couru calculé au prorata du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des OCEANES dans le cadre de l'Offre, ci-après le « **Coupon Couru** »), soit au 5 juillet 2013, un maximum de 8.226.470 OCEANES ;
- la totalité des BSA au prix de 0,002 euro par BSA, soit au 5 juillet 2013, un maximum de 100.000 BSA ;
- les Actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte, à raison (a) de la conversion des OCEANES, (b) de l'exercice des BSA, (c) de l'attribution définitive des Actions Gratuites en Période d'Attribution (tel que ce terme est défini ci-après), (d) de l'exercice d'options de souscription attribuées par la Société (les « **Options** »), soit au 5 juillet 2013, un maximum de 38.624.920¹ Actions Theolia nouvelles.

Il est toutefois précisé que :

- les Options ne seront, sauf exception, pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ; en conséquence, les Actions nouvelles sous-jacentes aux Options, qui représentent, 1.155.000 Actions, ne pourront en principe pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) :
 - les 1.864.370 Actions non encore émises, attribuées gratuitement à leurs bénéficiaires conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (les « **Actions Gratuites en Période d'Attribution** ») ne pourront en principe pas être apportées à l'Offre ; et
 - les 220.819 Actions gratuites définitivement attribuées à la date de la présente note en réponse dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre réouverte, (les « **Actions**

¹ 35.538.350 Actions nouvelles sur conversion des OCEANES, 1.864.370 Actions nouvelles en cas d'attribution définitive des Actions Gratuites en Période d'Attribution, 1.155.000 Actions nouvelles sur exercice des Options et 67.200 Actions nouvelles sur exercice des BSA.

Gratuites Incessibles » et, ensemble avec les « **Actions Gratuites en Période d'Attribution** », les « **Actions Gratuites** ») ne pourront en principe pas être apportées à l'Offre.

La situation des titulaires d'Options, des titulaires de BSA et des titulaires d'Actions Gratuites est plus précisément décrite à la section 7.8.2 ci-après.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Actions Non Regroupées, les OCEANES, les Options, les BSA et les Actions Gratuites.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

MEIF 4 AX HOLDINGS SAS est une société unipersonnelle nouvellement constituée, détenue à hauteur de 100 % du capital par MEIF 4 Luxembourg AX Holdings S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 12.500 euros, dont le siège social est sis 46, place Guillaume II, L-1648 Luxembourg, en attente d'attribution d'un numéro d'identification par le Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg, société contrôlée par Macquarie European Infrastructure Fund 4 LP (« **MEIF 4** »).

MEIF 4, qui contrôle indirectement l'Initiateur, est un véhicule d'investissement dont la principale vocation est de constituer un portefeuille diversifié d'investissements réalisés en fonds propres dans des infrastructures clés. Les qualités recherchées pour ces infrastructures sont les suivantes :

- fourniture de services essentiels à la collectivité ;
- avantages compétitifs stratégiques ;
- revenus indexés sur l'inflation ;
- génération de cash flows durables et prévisibles sur le long terme.

Les investissements de MEIF 4 se concentrent sur les secteurs suivants :

- les services collectifs réglementés ;
- les infrastructures de transport, y compris les ports, les aéroports, les routes à péage ;
- les infrastructures de communications ;
- les énergies renouvelables.

Le secteur des énergies renouvelables est soutenu par la législation communautaire dont l'ambition est de porter à 20 % la part des énergies renouvelables dans la production d'électricité à travers l'Union Européenne d'ici 2020. Afin d'atteindre cet objectif, les gouvernements des pays de l'Union Européenne ont mis en place divers régimes de soutien permettant de subventionner les coûts additionnels attachés à la production d'énergie renouvelable par rapport aux sources d'énergies conventionnelles. Bien que ces régimes soient remis en cause dans la plupart des pays dans un contexte de crise des dettes souveraines, ils offrent encore un certain degré de prévisibilité sur la génération de cash flows et sont donc en adéquation avec la politique d'investissement de MEIF 4.

MEIF 4 souhaite également constituer un portefeuille d'actifs d'énergie renouvelable diversifié d'un point de vue géographique et potentiellement technologique dans le but de diversifier le risque associé aux :

- régimes de soutien des gouvernements susceptibles d'être affectés à tout moment par des évolutions législatives rétroactives diminuant la rentabilité des projets ;
- variations significatives des niveaux de vent dans les différents pays au cours d'une même année ;
- perceptions potentiellement négatives de certaines technologies dues à leurs impacts sur l'environnement tels que le bruit ou la pollution.

Dans ce contexte, l'Offre serait pour MEIF 4 une opportunité de lancer ses premiers investissements dans le secteur des énergies renouvelables. La Société a déjà atteint un certain niveau de diversification géographique et a en outre développé des projets de croissance future qui nécessiteront des investissements significatifs. Au cours des dernières années, la Société a mis en œuvre une importante restructuration financière lui permettant de redéfinir un *business model* que MEIF 4 soutient. Toutefois, la Société doit faire face à un endettement important, la Société étant susceptible de se trouver dans l'obligation de procéder au rachat anticipé des titulaires d'OCEANES qui en feraient la demande à compter du 1^{er} janvier 2015, ce qui rend incertaine sa capacité à poursuivre le développement de ses projets sans apports externes en fonds propres. MEIF 4 estime qu'elle sera en mesure de faciliter la restructuration financière en cours de la Société et de l'assister dans la poursuite de sa stratégie de développement.

Pour autant, la Société présente les principaux facteurs de risque suivants :

- les incertitudes quant à sa capacité à développer et financer avec succès tous les projets en cours ;
- d'éventuelles modifications des réglementations et régimes de soutien en vigueur en France, en Italie et en Allemagne qui pourraient affecter les performances financières de la Société ;
- les risques associés aux projets en cours de développement au Maroc, ce marché étant moins mature pour les énergies renouvelables (avec moins de visibilité et certitude quant au cadre réglementaire).

MEIF 4 est disposée à accepter ces risques sous réserve de disposer d'une majorité qualifiée dans la Société nécessaire à la mise en œuvre de sa stratégie.

L'Offre donne aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES et de BSA la possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate à un niveau de valorisation attractif.

Dans le cadre de la préparation de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « Data Room » (salle d'information).

Ni l'Initiateur, ni aucune entité contrôlée par MEIF 4, ni aucun membre du Concert n'a acquis de Titres au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre, ni n'a conclu de contrat ou acquis d'instruments lui permettant d'acquérir des Titres à sa seule initiative.

A la date de la présente note en réponse, ni l'Initiateur, ni aucune entité contrôlée par MEIF 4 ne détient, directement ou indirectement des Titres.

Monsieur Fady Khallouf détient 150.000 Actions, qu'il s'est engagé à apporter à l'Offre comme indiqué en section 6.2.

MEIF 4 souhaite déployer une stratégie fondée d'abord sur la mise en œuvre de la restructuration financière de la Société et le renforcement de son actionnariat puis sur l'accompagnement de son développement dans les meilleures conditions possibles. Les étapes clefs du déploiement de cette stratégie sont :

- le financement du rachat des OCEANes dans les conditions prévues ci-dessous ;
- la résolution des litiges en cours et la cession des activités non essentielles historiquement déficitaires afin de permettre au management de se concentrer sur les principales activités que sont le développement, la construction et l'exploitation des actifs d'énergie renouvelable dans les marchés clefs existants mais aussi potentiellement ailleurs en Europe ;
- la poursuite du développement et de la construction des parcs autorisés en France, en Italie et au Maroc. Leur financement proviendra à la fois d'un endettement externe et de la trésorerie générée en interne ou de nouvelles augmentations de capital ou d'une combinaison des deux ;
- la recherche de relais de croissance via le développement de nouveaux projets au sein de la Société ou des acquisitions ciblées permettant une diversification géographique et technologique accrue. Ces activités seront financées à la fois par endettement externe et par la trésorerie générée en interne ou par de nouvelles augmentations de capital ou une combinaison des deux.

S'agissant d'une opération d'acquisition de la Société par une société d'investissement, elle-même détenue ultimement par un fonds d'investissement, aucun gain économique, ni aucune synergie industrielle ou commerciale entre l'Initiateur et la Société ne sont attendus.

Conformément aux termes du Protocole d'Accord (tel que ce terme est défini à la section 6.1 ci-dessous), si l'Offre connaît une suite positive, la Société et l'Initiateur coopéreront afin de permettre à la Société de se conformer à ses obligations au titre du Rachat Anticipé des OCEANes (tel que ce terme est défini dans les modalités des OCEANes telles que modifiées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 18 février 2010 figurent en annexe de la note d'opération faisant partie du prospectus visé par l'AMF le 23 juin 2010 sous le n°10-198).

Le Rachat Anticipé des OCEANes sera financé par l'émission d'Actions nouvelles au prix de l'Offre. Cette augmentation de capital d'un montant maximum de 126.000.000 euros, augmenté du coupon couru des OCEANes sera le cas échéant autorisée par une assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société, convoquée dès que possible après l'annonce des résultats positifs de l'Offre par l'AMF, l'Initiateur, ou une société contrôlée par MEIF 4 le cas échéant, y souscrivant à due proportion de sa participation dans la Société et garantissant la souscription de l'intégralité du montant d'augmentation de capital envisagé. Toutes mesures appropriées seront prises à cet effet dans les meilleurs délais. Si pour une quelconque raison le Rachat Anticipé des OCEANes devait intervenir avant la réalisation de l'augmentation de capital, l'Initiateur ou une société contrôlée par MEIF 4 mettront en place, dans un délai de quinze (15) jours ouvrables à compter de l'expiration de la période d'exercice de la faculté de Rachat Anticipé, un prêt relais dont le taux d'intérêt annuel serait de 7 % dans l'attente de cette réalisation afin de financer le Rachat Anticipé des OCEANes par la Société.

En cas de succès de l'Offre, l'Initiateur a indiqué qu'il entend demander le rachat anticipé par la Société de l'intégralité des OCEANes qui lui auront été apportées dans le cadre de l'Offre conformément à la procédure de Rachat Anticipé.

Conformément aux dispositions des articles 232-4 et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans le délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions et les Actions Non Regroupées, si les Actions et les Actions Non Regroupées non apportées à l'Offre ou à l'Offre réouverte, selon le cas, ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote existants de la Société. Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les Actions et les Actions Non Regroupées non détenues par l'Initiateur, moyennant indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre par Action ou par Action Non Regroupée, selon le cas (tel qu'éventuellement ajusté conformément à ce qui est indiqué en section 1).

L'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans le délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les OCEANES et les BSA non apportés à l'Offre ou à l'Offre réouverte, selon le cas, si les Actions représentées par l'ensemble des Actions et des Actions Non Regroupées non apportées à l'Offre et des Actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANES ou de l'exercice des BSA non apportés à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre réouverte, ne représentent pas plus de 5 % de la somme des Actions existantes de la Société et des Actions nouvelles susceptibles d'être créées du fait de la conversion des OCEANES ou de l'exercice des BSA. Dans un tel cas, le retrait obligatoire serait effectué moyennant l'indemnisation des porteurs d'OCEANES ou de BSA concernés au prix de l'Offre par OCEANE ou par BSA le cas échéant (tel qu'éventuellement ajusté conformément à ce qui est indiqué en section 1).

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, (i) d'un retrait obligatoire visant les Actions et les Actions Non Regroupées qui ne seront pas détenues directement ou indirectement par lui, si les Actions non apportées à l'offre publique de retrait ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, dans les conditions des articles 236-1 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF et (ii) d'un retrait obligatoire portant sur les OCEANES et les BSA qui ne seraient pas détenus directement ou indirectement par lui, si les Actions représentées par l'ensemble des Actions et des Actions Non Regroupées non apportées à l'offre publique de retrait et non détenues par l'Initiateur et les Actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANES ou de l'exercice des BSA non apportés à l'offre publique de retrait, et qui ne sont pas détenus par l'Initiateur, ne représentent pas plus de 5 % de la somme des Actions existantes de la Société et des Actions nouvelles susceptibles d'être créées du fait de la conversion des OCEANES ou de l'exercice des BSA. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celui-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur se réserve enfin la possibilité de demander à NYSE Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation des Actions, des Actions Non Regroupées et/ou des OCEANES du marché réglementé NYSE Euronext Paris. Il est rappelé que NYSE Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des Titres concernés est fortement réduite à l'issue de l'Offre, de telle sorte que cette radiation soit dans l'intérêt du marché, et prise conformément aux règles de marché de NYSE Euronext Paris.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THEOLIA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 7 juillet 2013 sous la présidence de M. Michel Meeus en sa qualité de Président du Conseil, afin d'examiner notamment le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences pour la Société, ses salariés, les actionnaires et les porteurs des différentes catégories de titres de la Société.

Etait présent à cette réunion, l'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société, à savoir :

- M. Michel Meeus, Président ;
- M. David Fitoussi, président du Comité d'audit ;
- Mme Lilia Jolibois ; et
- M. Fady Khallouf, Directeur général.

Ont également assisté à la séance :

- Me. Hubert Segain, Avocat à la Cour, Cabinet Herbert Smith Freehills Paris LLP ;
- Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin représentant le cabinet Finexsi en sa qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil lors de sa séance du 29 mai 2013 ;
- Messieurs Fady Lahame et Antoine d'Engremont, représentant Credit Suisse, conseil financier de la Société.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous.

*« Le Président expose que le Conseil d'administration est réuni afin d'examiner le projet d'offre publique (le « **Projet** ») devant être déposé le 8 juillet 2013, auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), par la société MEIF 4 AX HOLDINGS SAS, une société indirectement contrôlée à 100% par Macquarie European Infrastructure Fund 4 (« **Macquarie** » ou l'« **Initiateur** »), en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 232-1 du Règlement général de l'AMF.*

*Ce Projet est un projet d'offre publique d'achat visant la totalité des titres de la Société (en ce compris les actions auto-détenues étant précisé qu'elles ne seraient pas apportées à l'offre publique d'achat) aux termes de laquelle l'Initiateur offre de manière irrévocable, pendant une période de 25 jours de négociation aux détenteurs de titres de la Société de lui apporter les titres de la Société qu'ils détiennent au prix de 1,70 euro par action, 0,85 euro par action non regroupée, 15,29 euros par OCEANE augmenté du coupon couru et 0,002 euro par BSA (tel que ce terme est défini ci-dessous) (l'« **Offre** »).*

Puis le Président donne la parole au Directeur général, M. Fady Khallouf.

M. Fady Khallouf rappelle au Conseil 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 pour la Société, ses actionnaires et autres détenteurs de titres et ses salariés. Il attire l'attention du Conseil sur le fait que l'Offre pourrait être suivie, si les conditions légales et réglementaires sont remplies, de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

A ce titre, M. Fady Khallouf présente au Conseil le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui sera déposé à l'AMF le 8 juillet 2013, et en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de

l'Initiateur, ainsi que des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Société Générale, établissement présentateur de l'Offre.

M. Fady Khallouf rappelle que le 5 juillet 2013, différents documents ont été communiqués aux administrateurs en vue de la présente réunion du Conseil pour permettre aux administrateurs de prendre connaissance préalablement à la réunion du Conseil d'administration de ce jour des documents essentiels en lien avec l'opération projetée, à savoir :

- le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
- le projet de note en réponse de la Société ;*
- la synthèse des travaux d'analyse et de valorisation de Credit Suisse, conseil financier de la Société ;*
- le rapport de l'expert indépendant ;*
- le projet de protocole d'accord modifié par rapport à la version jointe en annexe de la lettre d'offre reçue le 1^{er} juillet 2013 ;*
- le projet d'engagement d'apport qui serait conclu avec l'Initiateur par certains actionnaires de référence de la Société ; et*
- le projet d'accord afférent au management package de M. Fady Khallouf.*

*M. Fady Khallouf rappelle que, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et notamment de l'article 261-1 I, 2° et 5° du Règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, a été désigné en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») par le Conseil lors de sa séance du 29 mai 2013.*

M. Fady Khallouf rappelle que la mission de l'Expert Indépendant portait sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'autres instruments financiers dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil d'administration constate, au vu du projet de note d'information de l'Initiateur, des analyses de Credit Suisse, conseil financier de la Société, et du rapport de l'Expert Indépendant que :

- le prix de l'Offre relatif aux actions, de 1,70 euros par action (0,85 euros par action non-regroupée) fait ressortir une prime de 51,8 % par rapport au cours de clôture de la Société de 1,12 euros (0,56 euros par action non-regroupée) en date du 5 juillet 2013 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), de 40,8 % par rapport à la moyenne un mois (pondérée par les volumes) avant l'annonce de l'Offre, et de 32,1 % par rapport à la moyenne trois mois (pondérée par les volumes) avant l'annonce de l'Offre ;*
- le prix de l'Offre relatif aux OCEANES de 15,29 euros par OCEANE, majoré des intérêts courus et non versés à la date du règlement-livraison de l'Offre permettra à leurs porteurs de bénéficier d'une prime de 51,6 % par rapport au cours de clôture de 10,33 euros en date du 5 juillet 2013 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), de 49 % par rapport à la moyenne un mois avant l'annonce de l'Offre et de 49,2 % par rapport à la moyenne trois mois avant l'annonce de l'Offre. Le prix d'Offre pour les OCEANES correspond au prix de la clause de rachat anticipé en cas de changement de contrôle de la Société, figurant à l'article 4.9.5.2 du contrat d'émission des OCEANES ;*

- le prix de l'Offre relatif aux bons de souscription d'actions attribués le 28 janvier 2005 et dont les modalités ont été modifiées par le Conseil d'administration le 6 mai 2008 (les « **Bons de Souscription d'Actions** » ou les « **BSA** ») est de 0,002 euro par BSA ;
- dans l'hypothèse où entre le 8 juillet 2013 (inclus) et le jour de la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'offre ré-ouverte (inclus), la Société procéderait à une distribution (d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes, etc.) sous quelque forme que ce soit, dont la date de paiement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'offre ré-ouverte (selon le cas) les prix offerts mentionnés ci-dessus seraient ajustés en conséquence pour tenir compte de cette distribution ;
- en l'absence d'accord des porteurs d'OCEANES sur une modification du contrat d'émission des OCEANES, la Société se trouverait dans l'obligation de procéder au rachat anticipé des titulaires d'OCEANES qui en feront la demande, ce qui nécessiterait une trésorerie importante dont la Société ne dispose pas aujourd'hui. A cet égard, le Conseil relève que, dans le cadre du protocole d'accord, l'Initiateur et la Société s'engageraient, en cas de succès de l'Offre, à coopérer afin de permettre à la Société de se conformer à ses obligations au titre de ce rachat anticipé et, dans ce cadre, à mettre en place une augmentation de capital d'un montant maximum de 126.000.000 euros augmenté du coupon couru par OCEANE qui serait souscrite par l'Initiateur ou une société contrôlée par Macquarie European Infrastructure Fund 4 ;
- l'Offre serait ouverte du 26 juillet 2013 au 29 août 2013 (sous réserve de la fixation du calendrier définitif de l'opération par l'AMF) ;
- la réalisation de l'Offre serait soumise aux conditions suspensives :
 - o de l'apport à l'Offre d'un nombre de titres tel que l'Initiateur détienne au moins deux tiers des droits de vote de la Société, tant sur une base diluée que sur une base non diluée de la Société ; et
 - o de l'obtention de l'autorisation de l'opération envisagée par l'autorité allemande compétente en matière de contrôle des concentrations (le Bundeskartellamt)² ;
- en cas de succès de l'Offre, celle-ci serait automatiquement ré-ouverte du 13 septembre 2013 au 26 septembre 2013 (sous réserve de la fixation du calendrier définitif de l'opération par l'AMF) ;
- l'Offre porte sur :
 - o la totalité des actions de la Société existantes non détenues par l'Initiateur, (en ce compris les actions auto-détenues étant précisé qu'elles ne seraient pas apportées à l'Offre), soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 64.894.473 actions de la Société ;
 - o les actions susceptibles d'être émises jusqu'à la clôture de l'Offre à raison de :
 - l'exercice d'options de souscription attribuées par la Société, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 1.155.000 actions de la Société (étant précisé que ces options ne sont en principe pas exerçables d'un point de vue juridique pendant la période d'Offre et que par ailleurs, compte tenu du prix d'exercice des options de souscription de 2,4730 et

²

Il est précisé que la condition suspensive visée à l'avis motivé est accomplie à la date de la présente note en réponse, l'autorisation concurrence ayant été obtenue du Bundeskartellamt par décision notifiée à l'Initiateur le 18 juillet 2013.

de 2,3400 euros selon la date d'attribution desdites options, la Société n'anticipe aucun exercice desdites options par leurs titulaires) ;

- l'exercice des BSA, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 67.200 actions de la Société (étant précisé que compte tenu du prix d'exercice de 4,85 euros des BSA, la Société n'anticipe aucun exercice desdits bons par leurs titulaires) ;
- l'attribution définitive des actions gratuites, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 1.864.370 actions de la Société (étant précisé que ces actions gratuites ne seront en principe émises par la Société et définitivement acquises par les bénéficiaires qu'à compter du 10 décembre 2014) ; et
- la conversion des OCEANES, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 35.538.350 actions de la Société.

L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximum de 38.624.920 actions nouvelles de la Société ;

- l'Offre porte également sur (i) la totalité des OCEANES de la Société, soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 8.226.470 OCEANES et (ii) la totalité des BSA de la Société soit au 5 juillet 2013, un nombre maximum de 100.000 BSA ;
- l'Initiateur a fait connaître son intention de se réserver la possibilité de faire suivre l'Offre d'un retrait obligatoire si les résultats le lui permettent (dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF) c'est-à-dire (i) sur les actions dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions de la Société à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5 % du capital et des droits de vote de la Société ou (ii) sur les OCEANES dans l'hypothèse où les actions de la Société susceptibles d'être émises du fait de l'exercice, de l'attribution définitive ou de la conversion des titres émis par la Société et non apportés à l'Offre, additionnées avec les actions existantes de la Société non apportées à l'Offre, ne représenteraient pas plus de 5% de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés ;
- l'Initiateur proposera aux bénéficiaires ou porteurs (i) d'actions gratuites non disponibles (en période de conservation), (ii) d'actions gratuites non encore définitivement acquises, (iii) d'options de souscription ou d'achat d'actions non exerçables pendant l'Offre ou dont les actions résultant de cet exercice sont indisponibles et (iv) de BSA, un mécanisme de liquidité offrant aux titulaires des titres précités la possibilité de les céder à l'Initiateur ;
- l'Initiateur a conclu avec les principaux actionnaires de la Société un engagement d'apport à l'Offre portant au total sur 13,22 % du capital de la Société.

Le Conseil note les principales clauses du projet de protocole d'accord devant être conclu par la Société avec l'initiateur :

- la mise en place par l'Initiateur en cas de suite positive de l'Offre d'un mécanisme de liquidité au profit des titulaires ou des porteurs d'Actions Gratuites, d'Options et de BSA ou au profit des titulaires d'Actions soumises à une période d'incessibilité ou d'indisponibilité fiscale (i) si un retrait obligatoire portant sur les Actions de la Société est mis en œuvre ou (ii) si la liquidité des Titres est substantiellement réduite ;
- l'engagement de la Société de ne pas rechercher, solliciter, entreprendre ou poursuivre, de manière active, des discussions ou négociations avec un tiers, ou fournir toute information à celui-

ci, concernant toute offre concurrente à l'Offre ou tout autre type d'opération qui pourrait mener à l'acquisition, directe ou indirecte, des actions ou autres titres de la Société, sans préjudice des obligations légales du Conseil d'administration et de ses obligations vis-à-vis des actionnaires de la Société et du droit de la Société, en cas de contact non-sollicité par un tiers, d'entretenir des discussions et négociations avec lui et lui fournir des informations lorsque ce dernier est susceptible de faire une offre concurrente plus attractive que l'Offre. La Société s'engage à informer immédiatement l'Initiateur de la réception de toute offre concurrente à l'Offre ;

- *l'obligation pour la Société d'informer l'Initiateur de la réception de toute manifestation d'intérêt susceptible d'aboutir à une offre concurrente ;*
- *le droit pour l'Initiateur, en cas d'offre concurrente, de modifier les termes de son Offre pour s'aligner sur l'offre concurrente avant que le Conseil d'administration de la Société ne recommande l'offre concurrente ;*
- *l'engagement de la Société de gérer le groupe Theolia et ses activités dans le cours normal des affaires jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société décrite à la section 1.2.3 du projet de note d'information ;*
- *l'engagement de la Société (tant pour elle-même que pour ses filiales) jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société décrite à la section 1.2.3 du projet de note d'information de ne pas transférer d'actifs ou activités représentant plus de 3 % du revenu total ou de l'EBITDA de la Société et de ses filiales pour l'exercice clos le 31 décembre 2012 ;*
- *l'engagement de la Société (tant pour elle-même que pour ses filiales) jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société décrite à la section 1.2.3 du projet de note d'information d'informer l'Initiateur et tenter d'obtenir son avis (sans être liée par cet avis) sur tout transfert d'actifs ou activités représentant plus de 2 % du revenu total ou de l'EBITDA de la Société et de ses filiales pour l'exercice clos le 31 décembre 2012 ;*
- *l'engagement de la Société jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société décrite à la section 1.2.3 du projet de note d'information de ne pas procéder à des distributions de dividendes, de primes ou de réserves ;*
- *l'engagement de la Société jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société décrite à la section du projet de note d'information de ne pas modifier ses statuts et de ne pas modifier la structure de son capital ;*
- *l'engagement de la Société de ne pas prendre de mesures susceptibles de modifier sa consistance et susceptible de permettre le retrait de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF ;*
- *l'engagement de l'Initiateur et de la Société de coopérer afin de mettre en place le financement du Rachat Anticipé des OCEANes comme indiqué en section 2.4.3 du projet de note d'information ;*
- *l'engagement de la Société de modifier l'accord de swap conclu avec Credit Suisse en juin 2012 afin de permettre à Credit Suisse d'apporter à l'Offre les OCEANes qu'elle a acquises afin de couvrir sa position dans le cadre de l'accord ;*
- *l'engagement de la Société de verser à l'Initiateur une indemnité de rupture contractuelle d'un montant de 2.000.000 d'euros dans certaines hypothèses et notamment dans le cas où le Conseil d'administration de la Société modifie ou retire sa recommandation de l'Offre ou recommande une autre offre ;*

- *l'engagement général de l'Initiateur et de la Société de coopérer en vue de la mise en œuvre de l'Offre et pour l'obtention de l'autorisation de l'opération envisagée par l'autorité allemande compétente en matière de contrôle des concentrations (le Bundeskartellamt).*

Le Conseil note les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois telles que présentées dans le projet de note d'information et en particulier dans les matières suivantes :

- *en matière de stratégie et de politique industrielle et commerciale, il est dans l'intention de l'Initiateur de déployer une stratégie fondée d'abord sur la mise en œuvre de la restructuration financière de la Société et le renforcement de son actionnariat puis sur l'accompagnement de son développement dans les meilleures conditions possibles, ce qui passe notamment par le financement du rachat des OCEANES dans les conditions expliquées préalablement ;*
- *en matière d'emploi, l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*
- *en matière de gouvernance, l'Initiateur indique qu'en cas de suite positive de l'Offre la composition du conseil d'administration de la Société sera modifiée pour refléter son nouvel actionnariat et sera donc composé de Monsieur Fady Khallouf et de membres nommés sur sa proposition ;*
- *en matière d'organisation juridique du groupe, l'Initiateur indique qu'il n'entre pas dans ses intentions de modifier la structure juridique de la Société ni de procéder à une fusion avec elle ;*
- *en matière de maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur indique qu'il se réserve la faculté (i) de faire suivre l'Offre d'un retrait obligatoire si les résultats le lui permettent (dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF) comme expliqué préalablement ou (ii) dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les titres de la Société et (iii) de demander à NYSE Euronext Paris la radiation des titres de la Société du marché NYSE Euronext Paris si la liquidité des titres concernés est fortement réduite à l'issue de l'Offre ;*
- *en matière de politique de dividendes, il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre une politique de distribution conforme à la capacité distributive de la Société et à ses besoins de financement.*

Le Président fait entrer les représentants de Credit Suisse qui remettent en séance une présentation intitulée "Eléments préliminaires de valorisation". M. Fady Lahame procède ensuite à une présentation des éléments clés de cette présentation en passant en revue les méthodologies de valorisation retenues et les principales hypothèses retenues. Une discussion s'ensuit entre les administrateurs et Credit Suisse sur leurs travaux.

Le Conseil d'administration examine alors les méthodes d'évaluation utilisées par l'Initiateur et son conseil financier, Société Générale.

M. Fady Khallouf appelle ensuite l'attention du Conseil sur le rapport rédigé par l'Expert Indépendant qui a été remis sous forme de projet aux administrateurs le 5 juillet 2013, ce dont les administrateurs lui donnent acte. Le Conseil d'administration fait entrer les représentants de Finexsi afin qu'ils exposent les principales conclusions de leurs travaux.

Les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

"La présente Offre s'analyse selon nous comme un adossement, lequel permettrait :

- A THEOLIA de traiter la question du refinancement de l'OCEANE dont l'échéance début 2015 constitue un aléa important qui pourrait affecter négativement l'entreprise et la valeur de son action. Son refinancement opéré dès à présent en cas de succès de l'Offre peut lui permettre d'accélérer son développement.
- A ses actionnaires, porteurs d'OCEANES et de BSA CS4 et CS5 d'accéder en tout ou partie à la liquidité immédiate.

L'Offre sur les actions est conditionnée à l'atteinte du seuil des deux tiers des droits de vote par l'initiateur. Dans cette hypothèse, et en cas de réalisation de l'augmentation de capital à hauteur de l'ensemble des OCEANES, permettant la restructuration financière de THEOLIA, l'initiateur atteindrait un niveau de détention de l'ordre de 88% du capital, au minimum.

Dans le contexte de cette prise de contrôle, nos conclusions sont les suivantes :

- En ce qui concerne l'actionnaire de Theolia :

Le prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette haute des estimations par le DCF qui ont pu être conduites sur la base d'un Business Plan en stand-alone volontariste, lesquelles aboutissent à un prix compris entre à 0,97€ et 1,98€. Rappelons en outre que ces estimations ne prennent pas en compte d'aléa sur le refinancement de l'OCEANE, lequel doit être réalisé d'ici début 2015.

Le prix d'Offre donne en outre une prime sur le dernier cours de bourse de 51,8% à la date d'annonce de l'opération.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de 1,70 € est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire.

- En qui concerne le porteur d'OCEANE :

Nous sommes également d'avis que le prix d'Offre de 15,29 euros par OCEANE est équitable pour les porteurs d'obligations. Ce prix d'Offre dépend en outre de la nature de l'instrument et du prix de l'action.

- En qui concerne le titulaire des BSA :

De même, le prix d'Offre de 0,002 € pour chaque type de BSA est équitable, en ce qu'il dépend directement de la nature de l'instrument et du prix de l'action sous-jacente."

Le Conseil d'administration constate que :

- les termes de l'Offre se comparent favorablement aux différents critères de valorisation établis par Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre telle que reproduite en section 3 du projet de note d'information ;
- les termes de l'Offre se comparent également favorablement aux différents critères de valorisation établis par Credit Suisse, conseil financier de la Société, dans le document intitulé "synthèse des travaux d'analyse et de valorisation" ;
- compte tenu des intentions de l'Initiateur concernant la situation des salariés du groupe, l'Offre n'implique pas de changements significatifs dans l'organisation du groupe, ses activités et pour ses salariés qui continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel ; et

- *le rapport de l'Expert Indépendant, conclut que les conditions de l'Offre (éventuellement suivie d'un retrait obligatoire) sont équitables d'un point de vue financier pour les différentes catégories de titres visés par l'Offre.*

Après cet échange de vues sur l'Offre, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note en réponse de la Société, le Conseil, à l'unanimité des membres présents et représentés, considère que le projet d'Offre de l'Initiateur est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés. Il permettra d'accroître les moyens pour le développement futur du groupe, Macquarie European Infrastructure Fund 4 étant un investisseur de long terme idéal pour la Société. Ce projet d'offre est également dans l'intérêt des détenteurs de titres de la Société, notamment en ce qu'il représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix attractif représentant une prime importante sur les cours de bourse, ces conditions financières étant jugées équitables par l'Expert Indépendant.

En outre, le projet d'Offre de l'Initiateur permet à la Société d'accélérer sa restructuration financière en lui permettant d'anticiper l'échéance de remboursement de l'OCEANE du 1^{er} janvier 2015 pour 126 millions d'euros et de l'accompagner dans la poursuite de sa stratégie de développement.

Dans ces conditions, le Conseil recommande à l'unanimité aux porteurs d'actions, d'OCEANES et de BSA d'apporter leurs titres à l'Offre.

Le Conseil approuve également le projet de note en réponse à l'Offre préparé par la Société, tel qu'il vient de lui être présenté.

Le Conseil décide de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues.

Enfin, le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres présents et représentés, donne tous pouvoirs au Directeur général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet :

- *de finaliser et de signer le protocole d'accord au nom et pour le compte de la Société ;*
- *de finaliser la documentation d'Offre et notamment le projet de note en réponse de la Société ;*
- *de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de finaliser le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société » ;*
- *de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- *plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre. »*

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

M. Michel Meeus, qui détient à la date de la présente note en réponse 3.622.081 Actions de la Société, est partie, au même titre que les autres membres du concert (à l'exception de CRC), à un engagement d'apport décrit à la section 6.2 ci-après.

Monsieur Fady Khallouf détient 150.000 Actions de la Société, qu'il s'est engagé à apporter à l'Offre comme indiqué en section 6.2 ci-après.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTOCONTROLE

La Société détient 1 Action Non Regroupée. La Société n'envisage pas d'apporter celle-ci à l'Offre et s'est engagée dans le Protocole d'Accord (tel que ce terme est défini ci-après), à ne pas apporter cette Action Non Regroupée.

La Société a par ailleurs mis en place un contrat de liquidité avec Kepler Capital Markets. A la date de la présente note en réponse, la position du contrat de liquidité est la suivante : 295.959 Actions. La Société s'est engagée dans le Protocole d'Accord (tel que ce terme est défini ci-après) à ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues. A cet effet, le contrat de liquidité a été suspendu à compter de la date de dépôt du projet d'Offre le 8 juillet 2013, et restera suspendu pendant toute la durée de l'Offre et (le cas échéant) pendant toute la durée de l'Offre réouverte.

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

6.1 Protocole d'Accord

En application d'un protocole d'accord en langue anglaise (*Memorandum of Understanding*) conclu le 7 juillet 2013 entre l'Initiateur et la Société (le « **Protocole d'Accord** »), l'Initiateur et la Société sont notamment convenus de ce qui suit :

- la mise en place par l'Initiateur en cas de suite positive de l'Offre d'un mécanisme de liquidité au profit des titulaires ou des porteurs d'Actions Gratuites, d'Options et de BSA ou au profit des titulaires d'Actions soumises à une période d'incessibilité ou d'indisponibilité fiscale (i) si un retrait obligatoire portant sur les Actions de la Société est mis en œuvre ou (ii) si la liquidité des Titres est substantiellement réduite ;
- l'engagement de la Société de ne pas rechercher, solliciter, entreprendre ou poursuivre, de manière active, des discussions ou négociations avec un tiers, ou fournir toute information à celui-ci, concernant toute offre concurrente à l'Offre ou tout autre type d'opération qui pourrait mener à l'acquisition, directe ou indirecte, des actions ou autres titres de la Société, sans préjudice des obligations légales du Conseil d'administration et de ses obligations vis-à-vis des actionnaires de la Société et du droit de la Société, en cas de contact non-sollicité par un tiers, d'entretenir des discussions et négociations avec lui et lui fournir des informations lorsque ce dernier est susceptible de faire une offre concurrente plus attractive que l'Offre. La Société s'engage à informer immédiatement l'Initiateur de la réception de toute offre concurrente à l'Offre ;
- l'obligation pour la Société d'informer l'Initiateur de la réception de toute manifestation d'intérêt susceptible d'aboutir à une offre concurrente ;
- le droit pour l'Initiateur, en cas d'offre concurrente, de modifier les termes de son Offre pour s'aligner sur l'offre concurrente avant que le Conseil d'administration de la Société ne recommande l'offre concurrente ;
- l'engagement de la Société de gérer le groupe Theolia et ses activités dans le cours normal des affaires jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société ;
- l'engagement de la Société (tant pour elle-même que pour ses filiales) jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société de ne pas transférer d'actifs ou activités représentant plus de 3 % du revenu total ou de l'EBITDA de la Société et de ses filiales pour l'exercice clos le 31 décembre 2012 ;
- l'engagement de la Société (tant pour elle-même que pour ses filiales) jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société d'informer l'Initiateur et tenter d'obtenir son avis (sans être liée par cet avis) sur tout transfert d'actifs ou activités

représentant plus de 2 % du revenu total ou de l'EBITDA de la Société et de ses filiales pour l'exercice clos le 31 décembre 2012 ;

- l'engagement de la Société jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société de ne pas procéder à des distributions de dividendes, de primes ou de réserves ;
- l'engagement de la Société jusqu'à la reconstitution du Conseil d'administration de la Société de ne pas modifier ses statuts et de ne pas modifier la structure de son capital ;
- l'engagement de la Société de ne pas prendre de mesures susceptibles de modifier sa consistance et susceptible de permettre le retrait de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF ;
- l'engagement de l'Initiateur et de la Société de coopérer afin de mettre en place le financement du Rachat Anticipé des OCEANES comme indiqué en section 2 de la présente note en réponse ;
- l'engagement de la Société de modifier l'accord de swap conclu avec Credit Suisse en juin 2012, dont une description est fournie à la page 157 du document de référence 2012 de la Société déposé auprès de l'AMF le 29 avril 2013, la modification envisagée devant permettre à Credit Suisse d'apporter à l'Offre les OCEANES qu'elle a acquises afin de couvrir sa position dans le cadre de l'accord, étant précisé que l'impact du dénouement de l'accord de swap pour la Société est décrit en section 6.5 ci-après ;
- l'engagement de la Société de verser à l'Initiateur une indemnité de rupture contractuelle d'un montant de 2.000.000 d'euros dans certaines hypothèses et notamment dans le cas où le Conseil d'administration de la Société modifie ou retire sa recommandation de l'Offre ou recommande une autre offre sur laquelle l'Initiateur ne souhaite pas s'aligner ;
- l'engagement général de l'Initiateur et de la Société de coopérer en vue de la mise en œuvre de l'Offre et pour l'obtention de l'autorisation concurrence auprès de l'autorité Allemande de la concurrence.

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

Monsieur Michel Meeus, Monsieur Pierre Salik, Madame Brigitte Salik et Monsieur Fady Khallouf ont conclu avec l'Initiateur des engagements d'apport à l'Offre portant sur l'intégralité de leurs Titres. Ces engagements portent sur un total de 8.728.386 Actions. Ces engagements d'apport prévoient que :

- l'actionnaire s'engage à apporter ses Actions à l'Offre et à ne pas solliciter ou encourager une offre concurrente ; et
- l'engagement d'apport devient caduc en cas d'offre concurrente mais reprend tous ses effets en cas de surenchère de l'Initiateur.

6.3 Liquidité des Actions Gratuites, des Options et des BSA

La Société a mis en place plusieurs programmes d'attribution de BSA, d'Options, et d'Actions Gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux tels que décrits au chapitre 6 du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 29 avril 2013.

A la date de la présente note en réponse :

- sous réserve de certaines exceptions limitées, les Options ne sont pas exerçables ;
- les Actions Gratuites Incessibles sont définitivement attribuées et en période d'incessibilité ; et
- les Actions Gratuites en Période d'Attribution n'ont pas encore été émises ni définitivement attribuées.

Si les conditions du retrait obligatoire sont réunies et que l'Initiateur en demande la mise en œuvre, il serait proposé :

- aux titulaires de BSA encore exerçables, d'Actions Gratuites en Période d'Attribution et d'Options de conclure un contrat de liquidité portant, selon le cas, sur les Actions qui résulteront de l'exercice de leurs Options ou BSA ou sur les Actions Gratuites qui leur seront définitivement attribuées ;
- aux actionnaires titulaires d'Actions Gratuites Incessibles ou de toute autre action résultant de l'attribution d'Actions Gratuites ou d'Options qui seraient en période d'incessibilité ou d'indisponibilité fiscale de conclure un contrat de liquidité portant sur lesdites actions.

Ce contrat de liquidité comporterait une promesse de vente consentie par les titulaires des BSA encore exerçables, des Actions Gratuites et des Options, ou les actionnaires concernés, au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier pendant 90 jours à compter de la date à laquelle les périodes d'incessibilité et d'indisponibilité fiscale des actions visées ci-dessus, selon le cas, auront expiré, suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires des BSA encore exerçables, des Actions Gratuites et des Options, ou les actionnaires concernés, exerçable pendant 180 jours à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente.

Le prix des promesses de vente et d'achat sera déterminé sur la base de méthodes de valorisation cohérentes avec celles utilisées pour déterminer le prix des Actions dans le cadre de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire.

6.4 Accord conclu avec Monsieur Fady Khallouf

L'initiateur et MEIF 4 Luxembourg AX Holdings S.à r.l. ont conclu avec Monsieur Fady Khallouf un accord dont les principales caractéristiques sont les suivantes. En cas de suite positive de l'Offre :

- Sous réserve de ce qui suit concernant la rémunération du président directeur général, les conditions existantes d'exercice du mandat social de Monsieur Fady Khallouf seront maintenues, l'Initiateur préservant notamment la clause de non-concurrence liant Monsieur Fady Khallouf à la Société (qui aura notamment vocation à s'appliquer de manière automatique en cas de révocation (y inclus départ contraint)).
- Par ailleurs, l'Initiateur a pris acte de la décision du Conseil d'administration de la Société intervenue antérieurement au dépôt de l'Offre, d'octroyer à Monsieur Fady

Khallouf une prime exceptionnelle de performance d'un montant maximum de 500.000 euros due au regard de ses performances reconnues dans le redressement de l'activité de la Société et des objectifs atteints. Il a également pris acte de la décision du Conseil d'administration de la Société de réputer remplies, au regard des termes de la présente Offre, les conditions de performance liées à 600.000 Actions Gratuites en Période d'Attribution.

- La rémunération fixe annuelle de Monsieur Fady Khallouf en sa qualité de directeur général sera portée de 300.000 euros à 400.000 euros.
- Monsieur Fady Khallouf sera tenu de conserver l'ensemble des Actions Gratuites en Période d'Attribution qui lui ont été ou viendraient à lui être définitivement attribuées (soit au maximum 900.000 Actions) pendant une période d'incessibilité courant jusqu'au cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre. Les Actions Gratuites en Période d'Attribution dont Monsieur Fady Khallouf bénéficie, feront l'objet d'un contrat de liquidité comportant les mêmes modalités (notamment de valorisation à la valeur de marché) que le contrat de liquidité proposé par l'Initiateur aux autres détenteurs d'Actions Gratuites, ce contrat étant exerçable à compter du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre.
- Monsieur Fady Khallouf se verra par ailleurs offrir la possibilité de souscrire au pair, soit sur des bases de valorisation identiques à celles de l'actionnaire unique de l'Initiateur, par versement en numéraire, à des actions de préférence de l'Initiateur, pour un montant de 620.000 euros, représentant moins de 1% du capital de l'Initiateur. L'Initiateur n'ayant pas vocation à investir dans d'autres actifs que les valeurs mobilières émises par Theolia, l'évolution de la valeur des actions de préférence sera directement corrélée à celle des valeurs mobilières de Theolia détenues par l'Initiateur. Aucune garantie de valeur des actions de préférence n'est offerte à Monsieur Fady Khallouf. Plus précisément, la valeur des actions de préférence souscrites par Monsieur Fady Khallouf est susceptible de varier à la hausse ou à la baisse (par application au multiple de l'Initiateur d'un coefficient multiplicateur complémentaire compris entre 0,9 (cas de sous performance) et 4,32 (cas maximum)). Ainsi, dans le cas où le retour sur investissement est inférieur à un seuil défini, Monsieur Fady Khallouf est pénalisé par l'application d'un coefficient multiplicateur inférieur à 1,0 à la valeur de ses actions de préférence. Le niveau de retour sur investissement réalisé par l'Initiateur sera calculé à la date du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre. La valeur définitive de ses actions de préférence résultera de la valorisation des valeurs mobilières de Theolia détenues par l'Initiateur à la date du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre, ladite valorisation ayant vocation à être réalisée en utilisant une méthode de valorisation de Theolia de type « DCF » cohérente avec celle de l'Offre. Ces actions de préférence seront incessibles jusqu'au cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre et feront l'objet d'un contrat de liquidité avec l'actionnaire unique de l'Initiateur exerçable à compter du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre (étant précisé que ce contrat de liquidité sera exerçable par Monsieur Fady Khallouf avant cette échéance en cas de changement de contrôle de Theolia ou de l'Initiateur). En l'absence d'exercice du contrat de liquidité à son échéance, et si un cas subséquent de cession directe ou indirecte entraîne un changement de contrôle de l'Initiateur ou de la Société, Monsieur Fady Khallouf bénéficiera d'un droit de cession conjointe total de ses actions de préférence

au tiers acquéreur et MEIF 4 Luxembourg AX Holdings S.à r.l. bénéficiera d'un droit de cession forcée sur les actions de préférence de Monsieur Fady Khallouf.

6.5 Accord conclu avec Credit Suisse en lien avec le dénouement du contrat de swap relatif aux OCEANES

Conformément à ce qui est indiqué à la section 5.1.6 du document de référence 2012 de la Société (note 16 - page 157) déposé auprès de l'AMF le 29 avril 2013, Theolia a mis en place en juin 2012, avec Credit Suisse, un mécanisme de gestion dynamique d'une partie de sa trésorerie adossé à un contrat de *swap* relatif aux OCEANES. A ce titre, Theolia a affecté 5 millions d'euros en garantie de ce mécanisme, qui ont été reclassés, en adéquation avec le référentiel IFRS, de trésorerie à "Actifs financiers courants".

En août 2012, Theolia a demandé à Credit Suisse le dénouement partiel du contrat de *swap*, en lien avec 200.000 OCEANES détenues par Credit Suisse dans le cadre du contrat de *swap*, ce dénouement partiel ayant entraîné une perte prélevée sur le montant de 5 millions d'euros affecté en garantie de ce mécanisme. Au résultat du dénouement partiel, le montant affecté par Theolia en garantie de ce mécanisme a été réduit de 5 millions d'euros à 4,35 millions d'euros.

Au 5 juillet 2013, 295.000 OCEANES étaient détenues par Credit Suisse afin de couvrir ses engagements contractuels au titre du contrat de *swap*, les OCEANES ainsi détenues ayant été acquises au prix moyen de 10,147 euros. Theolia va demander le dénouement anticipé de la totalité du contrat de *swap*, qui sera formalisé dans un avenant, conformément aux engagements pris dans le Protocole d'Accord. Le contrat de *swap* sera ainsi modifié afin de permettre à Credit Suisse de dénouer sa position par apport à l'Offre des OCEANES détenues dans le cadre du contrat de *swap*.

Le dénouement du *swap* par apport des OCEANES à l'Offre au prix de 15,29 euros augmenté du coupon couru par OCEANE devrait conduire (sur la base d'un prix d'apport à l'Offre de 15,66 euros)³ à un gain de 1,6 millions d'euros pour Theolia. Ce dénouement entraînera également le remboursement par Credit Suisse à Theolia des sommes affectées par Theolia en garantie du mécanisme, soit (au 5 juillet 2013) 4,35 millions d'euros.

6.6 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

A l'exception des accords et engagements décrits à la présente section 6, il n'existe à la connaissance de la Société aucun autre accord auquel la Société est partie susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

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

7.1 Structure et répartition du capital

Sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit au 5 juillet 2013 :

Nombre	% du capital	Nombre de droits	% du total des droits
---------------	---------------------	-------------------------	------------------------------

³ Prix théorique fondé sur une hypothèse de règlement livraison au 20 septembre 2013.

	d'Actions		de vote	
Concert	8 580 261	13,22	24 474 208	17,76
Michel Meeus	3 622 081	5,58	12 238 324	8,88
Pierre Salik	3 197 778	4,93	7 773 344	5,64
Brigitte Salik	1 758 527	2,71	4 458 790	3,24
CRC Active Value Fund Ltd	1 875	ns	3 750	ns
Yves Jacquin Depeyre	3 216 896	4,96	6 433 792	4,67
Ylliade Groupe	3 180 896	4,90	6 361 792	4,62
Yves Jacquin Depeyre	36 000	0,06	72 000	0,05
Autres	53 097 316	81,82	106 889 449	77,57
Dont auto-détenues	295 959	0,46	591 918	0,43
TOTAL	64 894 473	100,00	137 797 449*	100,00

* Calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF et en tenant compte des droits de vote double existant au niveau de la Société.

Sur la base des informations publiques publiées par des tiers depuis le 30 juin 2013, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit au 22 juillet 2013 :

	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% du total des droits de vote
Concert	8 580 261	13,22	24 474 208	17,76
Michel Meeus	3 622 081	5,58	12 238 324	8,88
Pierre Salik	3 197 778	4,93	7 773 344	5,64
Brigitte Salik	1 758 527	2,71	4 458 790	3,24
CRC Active Value Fund Ltd	1 875	ns	3 750	ns
Autres	56 314 212	86,78	113 323 241	82,24
Dont auto-détenues	295 959	0,46	591 918	0,43
TOTAL	64 894 473	100,00	137 797 449*	100,00

* Calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF et en tenant compte des droits de vote double existant au niveau de la Société.

A la date de la présente note en réponse, la Société détient 295.959 Actions et 1 Action Non Regroupée, représentant 0,46 % du capital de la Société.

A l'exception des BSA et des plans décrits à la section 7.8.2 ci-dessous ainsi que des OCEANES, il n'existe à la date de la présente note en réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Theolia.

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

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

L'article 7.4 des statuts de Theolia stipule que toute personne, physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, un pourcentage du capital, de droits de vote ou de titres donnant accès à terme au capital de la Société, égal ou supérieur à 0,5 % ou à un multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception indiquant le nombre de droits de vote et de titres, donnant accès immédiatement ou à terme au capital, qu'elle possède ainsi que les droits de vote qui y sont attachés, dans le délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils. Dans chaque déclaration visée ci-dessus, le déclarant devra certifier que la déclaration faite comprend bien tous les titres détenus. Il devra également indiquer la ou les dates d'acquisition.

A défaut d'avoir été déclarées tel qu'indiqué ci-dessus, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée pourront être 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.

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

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

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

L'article 23 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres Actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire, soit de nationalité française, soit ressortissant d'un État membre de l'Union Européenne.

En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques 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.

Toute Action transférée en propriété perd le droit de vote double sous réserve des exceptions prévues par la loi.

Sous réserve du droit de vote double décrit ci-dessus, le nombre de voix attaché aux Actions est proportionnel à la quotité du capital qu'elles représentent.

Par ailleurs, conformément à la résolution adoptée par l'Assemblée générale des actionnaires le 1^{er} juin 2012, depuis le regroupement des Actions de la Société mis en œuvre le 20 juillet 2012 et jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant cette date :

- toute Action Non Regroupée à droit de vote simple donne droit à son titulaire à une voix,
- toute Action Non Regroupée à droit de vote double donne droit à son titulaire à deux voix,
- toute Action regroupée à droit de vote simple donne droit à son titulaire à deux voix, et
- toute Action regroupée à droit de vote double donne droit à son titulaire à quatre voix.

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

Néant.

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

A l'exception des accords pouvant exister entre les membres du concert, la Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

A l'exception de la limite d'âge de 70 ans imposée par les statuts aux administrateurs (article 12.1 des statuts de la Société), aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des administrateurs ou la modification des statuts.

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

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

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de plusieurs délégations et autorisations financières accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 1^{er} juin 2012.

Assemblée générale du 1^{er} juin 2012

Résolution	Type de délégation	Objet	Durée et limite de validité	Plafond (montant nominal autorisé)	Plafond commun	Plafond global	Utilisation au cours de l'exercice
14 ^{ème}	Délégation de compétence	Émission de valeurs mobilières avec droit préférentiel de souscription	26 mois 1 ^{er} août 2014	70 millions d'euros en cas d'augmentations de capital	-	210 millions d'euros	-
				200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	-	200 millions d'euros	-
15 ^{ème}	Délégation de compétence	Émission de valeurs mobilières sans droit préférentiel de souscription par offres au public	26 mois 1 ^{er} août 2014	70 millions d'euros en cas d'augmentations de capital	70 millions d'euros	210 millions d'euros	-
				200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	200 millions d'euros	200 millions d'euros	-
16 ^{ème}	Délégation de compétence	Émission de valeurs mobilières sans droit préférentiel	26 mois 1 ^{er} août 2014	20 % du capital social par an en cas d'augmentations de capital	70 millions d'euros	210 millions d'euros	-

Résolution	Type de délégation	Objet	Durée et limite de validité	Plafond (montant nominal autorisé)	Plafond commun	Plafond global	Utilisation au cours de l'exercice
		de souscription par placement privé		200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	200 millions d'euros	200 millions d'euros	
17 ^{ème}	Autorisation	Fixation du prix d'émission de valeurs mobilières en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription par offres au public ou par placement privé	26 mois 1 ^{er} août 2014	10 % du capital social par an en cas d'augmentations de capital 200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	70 millions d'euros 200 millions d'euros	210 millions d'euros 200 millions d'euros	-
18 ^{ème}	Délégation de compétence	Augmentation du nombre de valeurs mobilières à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription en application des 14 ^{ème} , 15 ^{ème} , 16 ^{ème} et 17 ^{ème} résolutions en cas de demande excédentaire	26 mois 1 ^{er} août 2014	15 % de l'émission initiale pour chacune des émissions décidées en application des 14 ^{ème} , 15 ^{ème} , 16 ^{ème} et 17 ^{ème} résolutions, dans la limite du plafond prévu dans la résolution en application de laquelle l'émission est décidée	-	210 millions d'euros 200 millions d'euros	-
19 ^{ème}	Délégation de compétence	Émission sans droit préférentiel de souscription résultant de l'émission par des filiales de la Société de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société	26 mois 1 ^{er} août 2014	17,5 millions d'euros	70 millions d'euros	210 millions d'euros	-
20 ^{ème}	Délégation de compétence	Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres sommes dont la capitalisation serait admise	26 mois 1 ^{er} août 2014	Montant global des sommes pouvant être incorporées au capital en application de la réglementation en vigueur	-	-	-
21 ^{ème}	Délégation de	Émission d'Actions ou de	26 mois 1 ^{er} août	70 millions d'euros en cas d'augmentations de	70 millions d'euros	210 millions d'euros	-

Résolution	Type de délégation	Objet	Durée et limite de validité	Plafond (montant nominal autorisé)	Plafond commun	Plafond global	Utilisation au cours de l'exercice
	compétence	valeurs mobilières en cas d'offres publiques d'échange initiées par la Société	2014	capital 200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	200 millions d'euros	d'euros 200 millions d'euros	
22 ^{ème}	Autorisation	Émission de valeurs mobilières en vue de rémunérer des apports en nature	26 mois 1 ^{er} août 2014	10 % du capital en cas d'augmentation de capital 200 millions d'euros en cas d'émission de titres de créances	70 millions d'euros 200 millions d'euros	210 millions d'euros 200 millions d'euros	-
23 ^{ème}	Autorisation	Attribution d'options de souscription et/ou d'achat d'Actions en faveur des salariés et des mandataires sociaux	38 mois 1 ^{er} août 2015	5 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration Le nombre d'options consenties aux dirigeants mandataires sociaux ne pourra représenter plus de 10 % du total des attributions	5 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration	210 millions d'euros	-
24 ^{ème}	Autorisation	Attribution gratuite d'Actions en faveur des salariés et des mandataires sociaux	38 mois 1 ^{er} août 2015	5 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration	5 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration	210 millions d'euros	Attribution de 1.900.000 actions gratuites aux salariés et mandataires sociaux
26 ^{ème}	Autorisation	Réduction du capital par annulation d'Actions	18 mois 1 ^{er} décembre 2013	10 % du capital social au jour de la décision du Conseil d'administration par période de 24 mois	-	-	-
27 ^{ème}	Délégation de compétence	Émission de valeurs mobilières sans droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes assurant la prise ferme de titres de capital de la Société	Période maximale visée à l'article L. 225-138 du Code de commerce	10 % du capital social	-	-	-

Assemblée générale du 21 juin 2013

L'autorisation conférée par l'Assemblée générale du 1^{er} juin 2012 dans sa 11^{ème} résolution venant à expiration au cours de l'exercice 2013, l'Assemblée générale des actionnaires qui s'est tenue le 21 juin 2013 a accordé une nouvelle autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les Actions de la Société (8^{ème} résolution). Le plafond pour une telle opération est fixé à 10 % du capital ou 5 % s'il s'agit d'Actions acquises en vue de leur conservation et leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, dans la limite de 14.276.783,40 euros. Le prix de rachat par Action ne peut être supérieur à 2,20 euros. Cette autorisation, qui se substitue à celle consentie par l'Assemblée générale du 1^{er} juin 2012 dans sa 11^{ème} résolution, a été consentie pour une durée de 18 mois à compter de la date de l'Assemblée générale du 21 juin 2013, soit jusqu'au 21 décembre 2014.

7.8.2 Plans d'Actions Gratuites et d'Options et BSA octroyés par la Société

Actions Gratuites

A la date de la présente note en réponse, les 220.819 Actions Gratuites Incessibles sont en période de conservation jusqu'au 28 mars 2014. Elles sont donc incessibles jusqu'à cette date.

En outre, à la date de la présente note en réponse, les 1.864.370 Actions Gratuites en Période d'Attribution, allouées gratuitement à Monsieur Fady Khallouf (à hauteur de 900.000) et à divers salariés du groupe (à hauteur de 964.370) par décision du Conseil d'administration en date du 10 décembre 2012, sont en période d'acquisition, la période d'acquisition de ces Actions Gratuites variant de 2 à 4 ans selon le pays concerné.

Les Actions Gratuites ne pourront, sauf exception, être apportées à l'Offre ni, le cas échéant, à l'Offre réouverte.

Il est précisé néanmoins que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause d'invalidité ou de décès du bénéficiaire) pendant la durée de l'Offre, ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre et, le cas échéant, à l'Offre réouverte.

Les titulaires d'Actions Gratuites bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir section 6.3 de la présente note en réponse).

Options

A la date de la présente note en réponse, 2.310.000 Options attribuées par la Société le 1^{er} décembre 2010 et le 29 juillet 2011 sont en vigueur, donnant droit à 1.155.000 Actions nouvelles. Aucune de ces Options n'étant, sauf exception, exerçable dans le calendrier d'Offre projeté, les titulaires d'Options ne pourront apporter à l'Offre ni, le cas échéant, à l'Offre réouverte, les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de leur exercice.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options en vigueur au 5 juillet 2013.

	Options (Monsieur Fady Khallouf)	Options (Salariés)
Date d'attribution	1 ^{er} décembre 2010	29 juillet 2011
Prix d'exercice	2,4730	2,3400
Conditions de performance	Oui (tel que décrites dans le document de référence 2012 de la Société)	
Exercice	Du 1 ^{er} décembre 2014 au	Du 29 juillet 2015 au 29

	Options (Monsieur Fady Khallouf)	Options (Salariés)
	1 ^{er} décembre 2015	juillet 2016
Nombre d'Options émises	1.500.000	810.000
Nombre d'Options en vigueur	1.500.000	810.000
Parité	0.5	0.5

A la date de la présente note en réponse, les Options en circulation sont toutes hors la monnaie, car leur prix d'exercice est supérieur au prix de l'Offre par Action.

Les titulaires d'Options bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir section 6.3 de la présente note en réponse).

BSA

Les titulaires de BSA peuvent apporter leurs BSA à l'Offre dans les conditions prévues aux paragraphes ci-dessus.

Les titulaires de BSA attribués par la Société pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ces BSA. Il est à cet égard précisé qu'en cas d'apport à l'Offre d'un nombre de BSA ne permettant pas le paiement d'un prix au centime d'euro près, le prix versé sera arrondi au centime d'euro supérieur.

A la date de la présente note en réponse, les BSA en vigueur sont tous hors la monnaie, car leur prix d'exercice est supérieur au prix de l'Offre par Action.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des BSA en vigueur au 5 juillet 2013.

	BSA CS4	BSA CS5
Prix de souscription	0,000485	0,000485
Prix d'exercice	4,85	4,85
Durée	02/11/2010 puis au 31/12/2013	02/11/2010 puis porté au 31/12/2014
Parité avant le 20 juillet 2012	1,344	1,344
Parité après le 20 juillet 2012	0,672	0,672
Attribués pendant l'exercice	-	-
Exercés pendant l'exercice	-	-
Expirés pendant l'exercice	-	-
Solde BSA	50.000	50.000
Solde Actions potentielles	33.600	33.600

Les titulaires de BSA bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir section 6.3 de la présente note en réponse).

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

En dehors des OCEANes émises en octobre 2007 et modifiées en 2010 pour lesquelles une note d'opération en date du 23 juin 2010 portant le visa n° 10-198 est disponible sur le site Internet de la Société, et de contrats de financements non significatifs pour la Société, aucun contrat de financement conclu par la Société ou ses filiales ne prévoit un remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société.

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

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

7.11 Informations sur les tendances

Depuis deux ans, Theolia a entrepris de significatifs efforts de rationalisation et d'optimisation de ses opérations. Aujourd'hui, le modèle d'activité mis en œuvre et l'organisation opérationnelle en plateforme industrielle permettent une croissance à coûts constants.

La croissance future de Theolia sera avant tout organique, issue de son portefeuille de projets éoliens en cours de développement. En 2012, Theolia a mis en service le parc éolien de Bovino, d'une capacité de 10 MW en Italie, et le parc de Magremont en France, d'une capacité nette de 6 MW pour Theolia. La Société va poursuivre ses investissements et les concentrer sur ses projets à plus forte rentabilité.

Pour accélérer son développement en Europe (France, Allemagne et Italie), Theolia a créé, en août 2011, le véhicule d'investissement Theolia Utilities Investment Company, avec deux partenaires européens significatifs du secteur de l'énergie, IWB en Suisse et Badenova en Allemagne.

Pour chaque projet européen de son portefeuille, Theolia peut choisir de le conserver en propre ou de le vendre à son véhicule d'investissement. Il conserve alors indirectement 40 % des bénéfices du parc et réinvestit la marge dégagée sur la cession dans de nouveaux projets du portefeuille. De plus, en tant qu'actionnaire opérateur du véhicule d'investissement, Theolia réalise la construction et l'exploitation des projets/parcs pour le compte du véhicule, augmentant ainsi ses revenus complémentaires.

Cette stratégie de co-investissement permet à la Société d'accélérer le rythme de ses mises en service.

En parallèle, Theolia poursuit, en partenariat avec l'Office National de l'Électricité et de l'Eau potable marocain, la réalisation d'un parc éolien de 300 MW au Maroc, qui sera développé en deux phases :

- la réalisation de 100 MW sur le site existant de Koudia al Baïda, dans le cadre d'une opération de remplacement des turbines existantes par des turbines d'une puissance supérieure (*repowering*) ; et
- la réalisation de 200 MW additionnels sur les sites adjacents à ce parc.

Enfin, Theolia est attentive à toute opportunité de croissance externe, susceptible d'accélérer son développement futur, comme le démontre la prise de contrôle de Breeze Two Energy début 2013.

L'objectif global poursuivi par Theolia est de constituer une solide base d'actifs opérationnels pour atteindre la rentabilité et créer de la valeur. La Société anticipe que sa situation continuera à s'améliorer progressivement grâce à ces développements et à une gestion rigoureuse.

8. POLITIQUE DE DISTRIBUTION

En application de la 3^{ème} résolution votée lors de l'assemblée générale annuelle réunie le 21 juin 2013, il a été décidé d'imputer en totalité la perte nette de l'exercice clos le 31 décembre 2012 s'élevant à 11.719.038,74 euros sur le montant négatif du « Report à nouveau » qui s'établit désormais à 238.274.410,11 euros.

Conformément à la loi, l'Assemblée générale constate qu'aucune distribution de dividendes n'a été effectuée au cours des trois derniers exercices.

L'Initiateur a indiqué qu'il avait l'intention de mettre en œuvre une politique de distribution conforme à la capacité distributive de Theolia et à ses besoins de financement.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

9.1 Désignation de l'expert indépendant

Le conseil d'administration de la Société a désigné, à l'unanimité, le 29 mai 2013, le cabinet Finexsi représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

9.2 Rapport de l'expert indépendant

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (ci-après dénommé « l'Offre ») initiée par la Société MEIF 4 AX HOLDINGS SAS (ci-après MACQUARIE ou « l'Initiateur ») visant les actions (ci-après les « Actions ») de la société THEOLIA (ci-après THEOLIA ou « la Société »), les actions non-regroupées de THEOLIA (ci-après les « Actions Non-Regroupées ») et les OCEANES émises par THEOLIA (ci-après « les OCEANES ») et les BSA CS4 et BSA CS5, ensemble désignés les « Titres », nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par THEOLIA, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre nomination, par le Conseil d'administration de la Société du 30 mai 2013, a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration que l'Offre est susceptible de générer, notamment du fait (i) que le Président du Conseil d'administration a pris un engagement ferme et irrévocable d'apporter ses titres à l'Offre (ii) et qu'un management package a été négocié entre le Directeur Général, également administrateur, et l'Initiateur, et dans la mesure où l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par THEOLIA et ses conseils, CREDIT SUISSE, ainsi que la SOCIETE GENERALE en qualité de banque présentatrice de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de la société initiatrice

Le groupe MACQUARIE est un groupe australien présent dans les secteurs de la banque, du conseil financier et du capital investissement. Le groupe emploie près de 13.600 personnes dans 28 pays au 31 mars 2013.

Il contrôle MEIF 4, un véhicule d'investissement gérant 2,75 milliards d'euros dont la principale vocation est de constituer un portefeuille diversifié d'investissements réalisés en fonds propres dans des infrastructures clés situées dans les Etats membres de l'Union Européenne.

Ce dernier contrôle MEIF 4 AX HOLDINGS SAS, ou l'« Initiateur », société par actions simplifiée au capital de 1 euro, identifiée sous le numéro 2013 B 13372 au RCS de Paris et dont le siège social est sis 41, avenue George V à Paris (75008).

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

THEOLIA, constituée en 1999, est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration au capital de 90.852.529,20 € divisé en 64.894.473 actions ordinaires.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Aix-en-Provence sous le numéro 423.127.281 et son siège social est situé 75, rue Denis Papin à Aix-en-Provence (13100).

La société est dirigée par Monsieur Michel MEEUS, Président, et Fady KHALLOUF, Directeur Général.

1.1.3. Capital et droits de vote

Le capital est actuellement constitué de 64.894.473 actions ordinaires qui sont admises depuis 2006 aux négociations sur le compartiment C de l'Eurolist de NYSE EURONEXT PARIS.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables est la suivante (au 30 juin 2013) :

Au 30/06/2013	Actions		Droits de vote *	
Concert d'actionnaires	8 580 261	13,2%	24 474 208	17,8%
Public	56 018 253	86,3%	112 731 323	82,2%
Actions auto-détenues (contrat de liquidité)	295 959	0,5%		
Total	64 894 473	100%	137 205 531	100%

Source : Theolia

* Il est conféré un droit de vote double aux actions détenues sous la forme nominative depuis deux ans au moins. Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote.

Au cours de l'exercice 2012, la Société a attribué un total de 1.900.000 actions gratuites à son Directeur Général ainsi qu'à des salariés du Groupe. L'acquisition définitive de ces actions gratuites est soumise à des critères de performance et de présence au sein de la Société. A la clôture 2012, il n'existe pas d'autres actions gratuites.

D'autre part, 1.500.000 options de souscriptions d'actions ont été attribuées en 2010 au bénéfice de M. Fady KHALLOUF, sous conditions de présence et de performance. En 2011, 810.000 options de souscriptions d'actions ont cette fois-ci été attribuées à des salariés du Groupe, également sous conditions de présence et de performance.

	BSA CS4	BSA CS5
Prix de souscription	0,000485	0,000485
Prix d'exercice	4,85	4,85
Durée	02/11/2010 puis au 31/12/2013	02/11/2010 puis PORT2 au 31/12/2014
Parité avant le 2 juillet 2012	1,344	1,344
Parité après le 2 juillet 2012	0,672	0,672
Attribués pendant l'exercice	-	-
Exercés pendant l'exercice	-	-
Expirés pendant l'exercice	-	-
Solde BSA	50 000	50 000
Solde Actions potentielles	33 600	33 600

Source : Note d'information

A la date de ce rapport, ces instruments dilutifs sont hors de la monnaie.

Par ailleurs, la société a émise des OCEANES dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

A la date de clôture, les principales caractéristiques de l'emprunt obligataire sont les suivants:

Type d'instrument financier	OCEANES
Nombre d'obligations en circulation	8 226 470
Valeur nominale initiale (K€)	240 000
Nouvelle valeur nominale depuis le 21/07/2010 (K€)	219 577
Montant maximum à rembourser en cas de demande de remboursement anticipé le 01/01/2015 (K€)	125 813
Échéance de l'emprunt	51 502
Intérêt annuel jusqu'au 31/12/2014	2,70%
Intérêt annuel à partir du 01/01/2015	0,10%
Ratio de conversion jusqu'au:	
-7ème jour ouvré précédent le 31/12/2013	4,32 actions par OCEANE
-7ème jour ouvré précédent le 31/12/2014	3,46 actions par OCEANE
Prix de rachat des OCEANES au 01/01/2015	15,29€ par OCEANE
Prix de rachat des OCEANES au 01/01/2041	20,77€ par OCEANE

Source : Document de référence 2012, Theolia

1.2. Contexte et termes de la présente opération

L'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société THEOLIA ainsi qu'aux porteurs des OCEANES, d'acquérir dans les conditions ci-après :

- la totalité de leurs Actions THEOLIA, au prix de 1,70 euros par action ;
- la totalité de leurs Actions Non Regroupées THEOLIA au prix de 0,85 euros par action non regroupée;
- la totalité de leurs OCEANES, au prix de 15,29 euros par OCEANE augmenté du coupon couru (ce terme étant défini comme le coupon couru calculé au prorata du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des OCEANES, ci-après le « Coupon Couru ») ;
- la totalité des BSA CS4 et BSA CS5 au prix de 0,002 euro par BSA.

La présente Offre permettrait à MEIF 4 d'acquérir une plateforme pour ses investissements dans le secteur des énergies renouvelables. En effet, THEOLIA a déjà atteint un certain niveau de diversification et a en outre engagé des projets de développement qui nécessiteront des investissements complémentaires.

MEIF 4 souhaite déployer une stratégie fondée d'abord sur la mise en œuvre de la restructuration financière de THEOLIA et la stabilisation de l'actionnariat de la Société puis sur l'accompagnement de son développement dans les meilleures conditions possibles. Les étapes clefs du déploiement de cette stratégie sont :

- le refinancement des OCEANES dans les conditions prévues ci-dessous ;
- la résolution des litiges en cours et la cession des activités non essentielles afin de permettre au management de se concentrer sur les principales activités que sont le développement et l'exploitation des actifs d'énergie renouvelable ;
- la poursuite du développement et de la construction des parcs autorisés en France, en Italie et au Maroc pour permettre à la Société de se développer, leur financement provenant à la fois d'un endettement externe et de la trésorerie générée en interne ou de nouvelles augmentations de capital ou d'une combinaison des deux ;
- les relais de croissance seront recherchés via le développement de nouveaux projets au sein de la Société ou des acquisitions ciblées permettant une diversification géographique et technologique accrue. Ces activités seront financées par endettement externe, par la trésorerie générée en interne, ou de nouvelles augmentations de capital.

S'agissant d'une opération d'acquisition de THEOLIA par une société d'investissement, elle-même détenue ultimement par un fonds d'investissement, aucun gain économique ou aucune synergie industrielle ou commerciale entre l'Initiateur et la Société ne sont attendus.

Ni MEIF 4 AX HOLDINGS SAS, ni aucune entité contrôlée par MEIF 4, ni Monsieur Fady Khallouf n'a acquis de titres au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre, ni n'a conclu de contrat ou acquis d'instruments lui permettant d'acquérir des Titres à sa seule initiative.

A la date de dépôt du projet d'Offre, ni MEIF 4 AX HOLDINGS SAS, ni aucune entité contrôlée par MEIF 4 ne détient, directement ou indirectement, aucun titre.

Il est fixé à l'article 2.9.1 de la note d'information la définition d'un « Seuil de Réussite », fixé à deux tiers des droits de vote de la société.

Conformément aux termes du projet de note d'information, si l'Offre atteint ce « Seuil de Réussite », la Société et l'Initiateur coopéreront afin de permettre à la Société de se conformer à ses obligations au titre du Rachat Anticipé des OCEANES (tel que défini ci-après).

Le Rachat Anticipé des OCEANES sera financé par émission d'Actions nouvelles au prix de l'Offre. Cette augmentation de capital d'un montant maximum de 126.000.000 euros augmenté du coupon couru des OCEANES sera le cas échéant autorisée par une assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société, l'Initiateur y souscrivant à due proportion de sa participation dans la Société et garantissant la souscription de l'intégralité du montant d'augmentation de capital envisagée. Si pour une quelconque raison le Rachat Anticipé des OCEANES doit intervenir avant la réalisation de l'augmentation de capital, l'Initiateur ou une société contrôlée par MEIF 4 mettront en place un prêt relais dans l'attente de cette réalisation.

En cas de suite positive de l'Offre, le conseil d'administration de la Société sera recomposé pour refléter son nouvel actionnariat.

Ainsi, dès que possible à la suite du règlement-livraison de l'Offre, il sera composé de Monsieur Fady KHALLOUF et de membres nommés sur proposition de l'Initiateur, dont au moins un administrateur indépendant conformément à la réglementation R8 du Code MiddleNext aussi longtemps que les Titres de la Société seront admis aux négociations sur un marché réglementé.

Monsieur Fady Khallouf demeurera Directeur Général de la Société.

Management package du Directeur Général

L'accord conclu entre l'INITIATEUR, MEIF 4 LUXEMBOURG AX HOLDINGS S.A.R.L et Monsieur Fady KHALLOUF dans le cadre de la présente opération peut se résumer par les caractéristiques suivantes :

- Monsieur FADY KHALLOUF conserve les conditions existantes quant à l'exercice de son mandat social, en particulier en ce qui concerne la clause de non-concurrence ;

- L'Initiateur prend acte de la décision du Conseil d'Administration de la Société, antérieure au lancement de l'Offre, d'accorder à Monsieur FADY KHALLOUF une prime exceptionnelle d'un montant maximum de 500.000 euros liée à ses performances dans le redressement de la société et des objectifs atteints, ainsi que de la décision du Conseil d'Administration actant que les conditions d'attribution de 600.000 actions gratuites sont désormais remplies au regard des termes de la présente Offre ;
- L'Initiateur décide de porter la rémunération de Monsieur FADY KHALLOUF de 300.000 euros annuels à 400.000 euros ;
- Monsieur FADY KHALLOUF s'engage à conserver l'ensemble des actions gratuites en cours d'attribution qui lui seraient définitivement attribuées (soit un maximum de 900.000 actions) pendant une période de 5 ans à compter de la date de règlement livraison de l'Offre ;
- Monsieur FADY KHALLOUF se verra offrir la possibilité de souscrire à des actions de préférence de l'initiateur pour un montant de 620.000 euros. Ces actions devront être conservées pendant une période de 5 ans à compter de la date de règlement livraison de l'Offre

Engagement d'apport par certains actionnaires

Il est prévu à l'article 1.3 de la note d'information que certains actionnaires ont fait part de l'engagement irrévocable d'apporter une partie de leurs titres, engagement qui concerne le président du conseil d'administration de la société.

Le Management Package et les engagements d'apport ne sont pas à notre avis de nature à modifier l'appréciation des différents prix d'Offre ; il est précisé qu'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue n'existait.

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

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

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

3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte de l'opération ;
- Analyser les accords intervenus préalablement à l'Offre, à savoir les engagements fermes et irrévocables d'apporter pris par certains actionnaires, le *management package* du Directeur Général, le *Mémorandum of understanding* conclu entre la Société et l'Initiateur;
- Mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des actions de la société THEOLIA ;
- Analyser les éléments d'appréciation du prix d'Offre pour les différents instruments figurant dans la note d'information ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation établi par la SOCIETE GENERALE, banque présentatrice de l'Offre.

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

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

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le Directeur Général de la Société et les conseils de cette dernière tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'opération ;
- L'activité de THEOLIA, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les difficultés financières anticipées au titre du possible remboursement anticipé des OCEANES ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par la banque présentatrice.

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

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de la SOCIETE GENERALE tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre pour les différents instruments et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants de la SOCIETE GENERALE à plusieurs reprises.

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

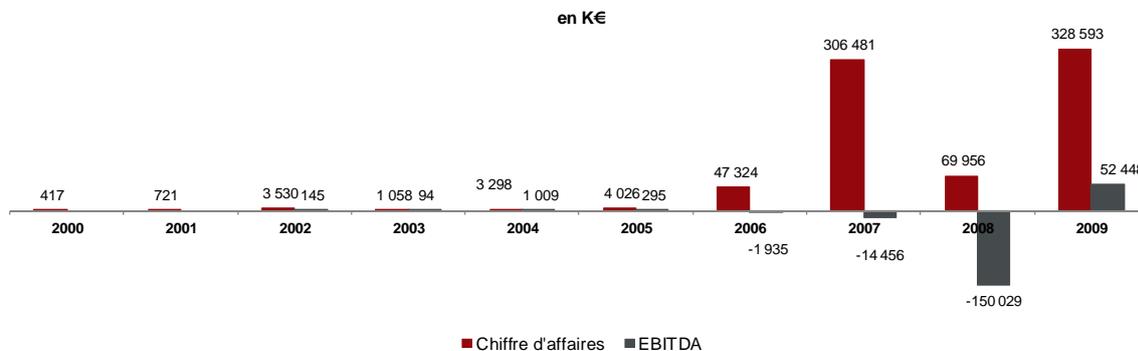
4. Présentation des activités et de l'environnement de THEOLIA

4.1. Présentation des activités de THEOLIA

THEOLIA est la société mère d'un groupe intervenant dans le domaine de l'énergie éolienne.

4.1.1. Bref rappel de l'historique

Créée en 1999, THEOLIA a connu un développement rapide dans le domaine de la production d'électricité à partir de l'énergie éolienne. Sa croissance reposait sur des opérations de croissance externe et la conclusion de partenariats importants.



Dans ce cadre, afin principalement de financer sa politique ambitieuse de croissance externe, THEOLIA a lancé le 23 octobre 2007 une émission d'OCEANES (obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes) pour un montant de 240 M€.

Dès le milieu de l'année 2008, dans un contexte de crise financière généralisée, le groupe a rencontré d'importantes difficultés de trésorerie en raison du ralentissement brutal des cessions de parcs éoliens et du poids du financement de la croissance externe.

Dans ce contexte, une nouvelle équipe dirigeante a été mise en place fin 2008, qui a décidé le recentrage du groupe autour de ses activités éoliennes en France, Allemagne, Italie et au Maroc et la cession de plusieurs parcs afin de dégager des liquidités nécessaires à la poursuite des activités du groupe.

En complément, la Société a engagé des mesures de restructuration financière se traduisant par :

- une renégociation des termes et conditions de la dette OCEANE acceptée par la masse des obligataires le 18 février 2010 avec les principales modifications suivantes :
 - o report de 3 ans (du 1^{er} janvier 2012 au 1^{er} janvier 2015) de la date de remboursement anticipé,
 - o remboursement anticipé sur la base de 79,2 % du nominal historique, soit avec une décote de 20,8 %,
 - o allongement de la maturité du 1^{er} janvier 2014 au 1^{er} janvier 2041, soit 27 ans,
 - o suppression du droit de conversion des obligations en actions au-delà du 1^{er} janvier 2015,
- une augmentation de capital de 60,4 M€ au prix de 1 € par action, portant le nombre d'actions de la Société de 40.302.900 à 100.771.766, soit une dilution de 60 %, approuvée par l'assemblée générale du 1^{er} juin 2010.

Nota : Ce prix de 1 euro par action correspond aujourd'hui à 2 euros par action, dans la mesure où en 2012, la Société a procédé à un regroupement d'actions, par échange de deux actions anciennes d'une valeur nominale de 0,70 euro contre une action nouvelle d'une valeur nominale de 1,40 euros. Ce regroupement faisait suite à une réduction de capital motivée par des pertes de 38,4 millions d'euros, par réduction de la valeur nominale de ses actions (de 1 euro à 0,70 euro par action).

Cette restructuration financière devait permettre de donner du temps au groupe pour poursuivre sa restructuration et son développement, mais la structure financière est restée marquée par un endettement disproportionné, comme nous le verrons ci-après.

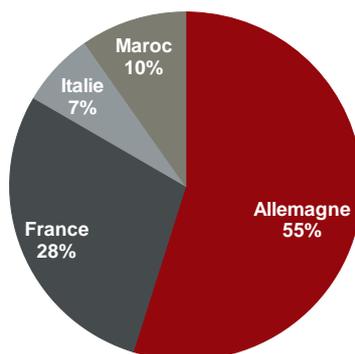
4.1.2. Les activités actuelles

A l'issue du recentrage sur les activités éoliennes intervenues en 2011, les activités actuelles de la Société se décomposent de la manière suivante⁴ :

- exploitation pour compte propre de parcs éoliens (307 mégawatts (MW)),
- exploitation pour compte de tiers de parcs éoliens (632 MW),
- développement / construction / vente de parcs éoliens.

Ces activités éoliennes sont réalisées en France, en Allemagne, en Italie et au Maroc.

Répartition du chiffre d'affaire par zone géographique en 2012 (en valeurs)



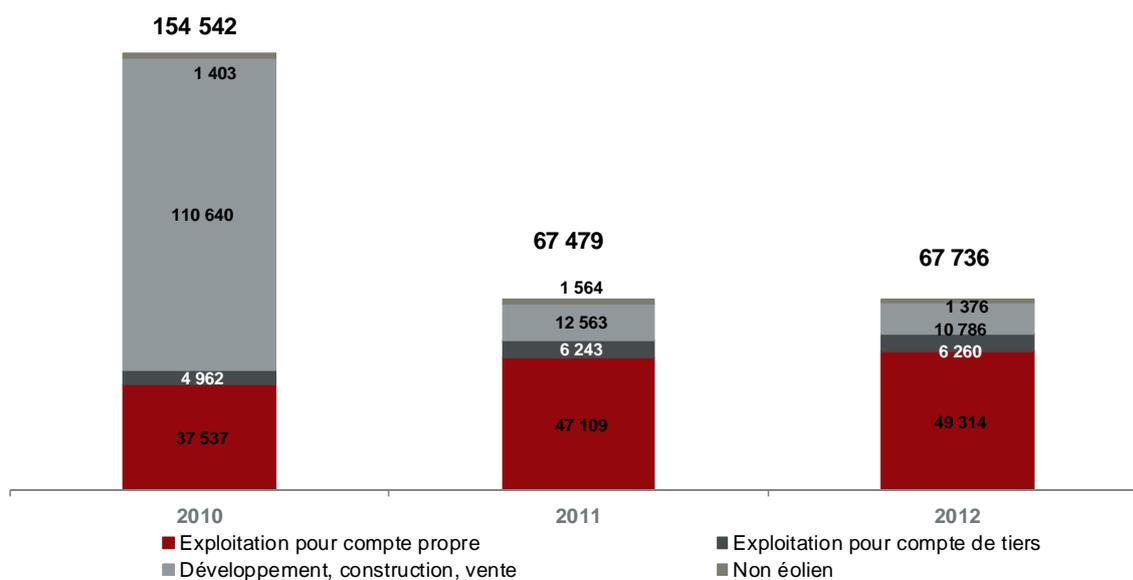
Source : Document de référence THEOLIA 2012

Par ailleurs, le groupe exploite une ferme solaire et détient des filiales dont les activités ont vocation à être cédées ou abandonnées (SERES ENVIRONNEMENT : instrumentation de mesures pour les marchés de l'eau et de l'air ; ECOVAL TECHNOLOGY : solutions environnementales pour le compte des collectivités locales ; ECOVAL 30 : traitement des déchets solides ; ECOLUTIONS (détenue à 35%) : développement de projets dans le domaine des énergies renouvelables).

Dans ce cadre, l'évolution des principaux agrégats sur les trois derniers exercices se présente comme suit :

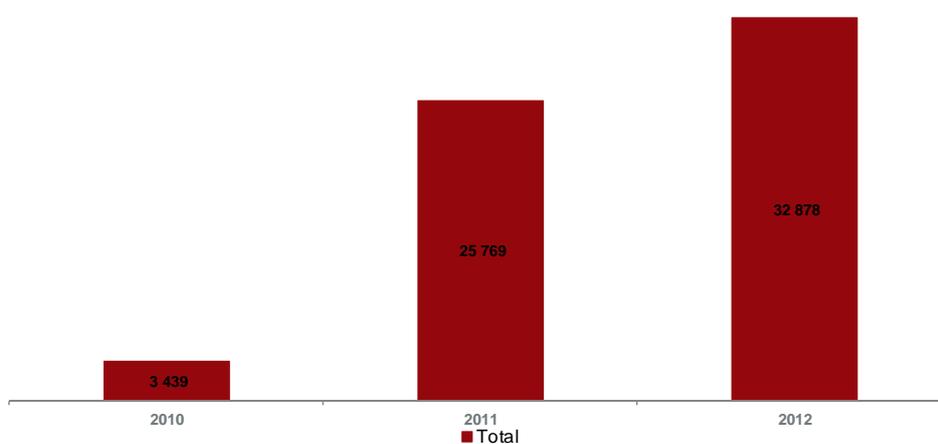
⁴ Source : Document de référence 2012

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

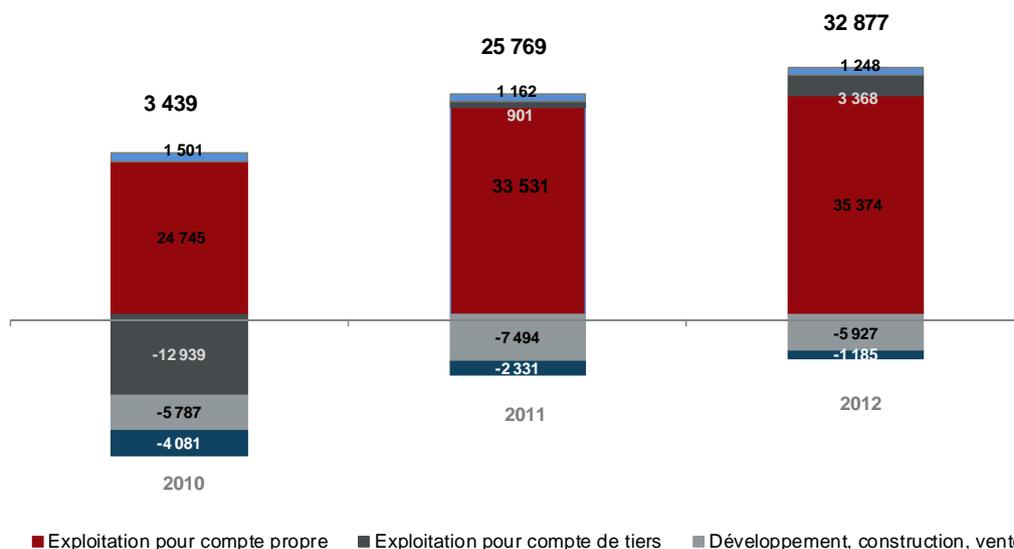


La baisse significative observée sur le chiffre d'affaires est la conséquence de la politique de recentrage sur les activités d'exploitation et de cessions de parcs exploités.

Evolution de l'EBITDA au global (en K€)



Evolution de l'EBITDA par activité (en K€)



Source : Document de référence THEOLIA de 2011 et 2012

La réorganisation entreprise depuis 2010 a permis une amélioration sensible de l'EBITDA du groupe généré pour l'essentiel par l'exploitation de fermes éoliennes (pour compte propre et compte de tiers). L'activité de développement / construction / vente de parc éolien n'atteint pas un niveau suffisant et demeure donc fortement déficitaire. Par ailleurs, le résultat dégagé sur les activités *non core business* correspond essentiellement au parc solaire qui dégage une contribution positive, tandis que les autres activités dégagent des pertes ou se trouvent à l'équilibre (traitement des déchets, ...).

4.1.3. Le modèle économique

Exploitation pour compte propre

A l'instar d'autres intervenants du secteur, chaque nouveau projet est logé dans une structure juridique dédiée qui souscrit un emprunt pour financer à hauteur de 70 à 80 % les investissements nécessaires à la construction du parc. Le solde est financé sur fonds propres.

Dans ce cadre, les flux générés par l'exploitation se trouvent prioritairement affectés au service de la dette.

Dans ces conditions, afin de poursuivre son développement, la Société procède régulièrement à des arbitrages en fonction des opportunités en cédant des parcs existants pour financer la part en fonds propres de nouveaux parcs qu'elle souhaite développer.

Dans ce contexte, avec la contrainte de son niveau d'endettement, la Société a créé en août 2011, le véhicule d'investissement THEOLIA UTILITIES INVESTMENT COMPANY (ci-après TUIC) dont elle détient 40 % du capital, le solde étant réparti entre deux distributeurs d'électricité. Il est prévu que THEOLIA puisse céder à TUIC des parcs en Europe dont elle resterait l'opérateur. L'objectif est d'atteindre une puissance installée comprise entre 150 et 200 MW. TUIC permet donc à THEOLIA de rester propriétaire à 40 % des parcs cédés, tout en percevant des revenus liés à leur gestion (gestion pour compte de tiers), et en dégageant des ressources financières lui permettant de financer de nouveaux développements.

Exploitation pour compte de tiers

Dans le cas de l'exploitation pour compte de tiers, THEOLIA exploite des parcs détenus par des tiers et perçoit à ce titre une rémunération assise sur la production.

Cas de BREEZE TWO ENERGY

Le 28 janvier 2013, THEOLIA a communiqué au marché un accord dont les termes sont décrits ci-après :

« THEOLIA annonce avoir conclu un accord engageant pour la prise de contrôle de Breeze Two Energy, une société allemande qui détient et exploite pour son propre compte des parcs éoliens pour un total de 337 MW, dont 311 MW situés en Allemagne et 26 MW situés en France. Ces parcs ont été, pour la presque totalité, mis en service entre 2006 et 2008 et bénéficient tous d'un contrat de rachat de l'électricité produite sur le long terme (20 ans en Allemagne et 15 ans en France). Cette opération s'inscrit dans la continuité de la stratégie mise en œuvre par THEOLIA depuis plus de deux ans, visant à renforcer son activité Vente d'électricité pour compte propre, qui lui procure des revenus récurrents et prévisibles sur le long terme, ainsi que des marges opérationnelles significatives.

Les efforts de rationalisation et d'optimisation de ses opérations entrepris depuis deux ans ont déjà permis à THEOLIA de constituer une plate-forme industrielle qui a démontré la solidité de ses fondamentaux opérationnels. De plus, le modèle d'activité mis en œuvre par le Groupe permet une croissance à coûts maîtrisés. En prenant le contrôle de nouveaux parcs éoliens en exploitation en Allemagne et en France, THEOLIA consolide significativement ses positions opérationnelles dans ses deux pays historiques. La solidité économique de l'Allemagne, qui a décidé de sortir du nucléaire et qui est résolument orientée en faveur des énergies renouvelables, permet de développer une stratégie de long terme.

En 2011, Breeze Two Energy a réalisé un chiffre d'affaires de 47 millions d'euros issu en totalité de la vente d'électricité.

La consolidation de Breeze Two Energy permet à THEOLIA d'appliquer son modèle d'activité à un périmètre doublé :

- la capacité installée exploitée par le Groupe pour son propre compte passe de 297 MW à 634 MW ;*
- sur la base d'une intégration annuelle de Breeze Two Energy, le chiffre d'affaires consolidé annuel de THEOLIA dépassera les 100 millions d'euros ;*
- THEOLIA entend dégager des synergies opérationnelles en faisant bénéficier Breeze Two Energy de son expertise industrielle et opérationnelle en matière d'exploitation de parcs éoliens. »*

[...]

« Breeze Two Energy GmbH & Co. KG est une société en commandite de droit allemand, qui a financé ses parcs par une émission obligataire, réalisée en 2006, selon trois catégories A, B et C, la dette obligataire A étant la dette senior. Breeze Two Energy GmbH & Co. KG est gérée par un associé commandité (« General Partner »), la société allemande Breeze Two GmbH.

Par cette opération, la société luxembourgeoise BGE Investment S.à.r.l., filiale à 100 % de THEOLIA, va acquérir 70 % des titres obligataires de catégorie C, ainsi que le droit de faire nommer le Directeur Général de Breeze Two GmbH. Fady Khallouf, Directeur Général de THEOLIA, sera également nommé Directeur Général de Breeze Two GmbH à partir du closing de la transaction. THEOLIA exercera ainsi le contrôle de Breeze Two Energy.

À compter de la date de closing, qui interviendra dans les prochains jours, Breeze Two Energy sera consolidée par intégration globale dans les comptes de THEOLIA.

Le montant de cette transaction s'élève à 35,5 millions d'euros, financés principalement par un crédit-vendeur de 34 millions d'euros, dont l'échéance est 2026. Ce prêt est contracté par BGE Investment S.à.r.l. et est sans recours sur la société-mère THEOLIA. Une partie de cette dette sera néanmoins garantie par THEOLIA en fonction du niveau de cash-flows dégagés par Breeze Two Energy qui seront disponibles pour THEOLIA. La valeur d'entreprise estimée de Breeze Two Energy et reflétée dans la présente transaction est d'environ 309 millions d'euros. »⁵

Développement / construction / vente

Nous comprenons que cette activité qui demeure déficitaire ne fait pas partie des axes de développement privilégiés par la Société.

4.1.4. Perspectives

La stratégie de développement

La Société dispose d'un portefeuille de projets (ou *pipeline*) important représentant 731 MW fin 2012, dont une partie devrait être mise en exploitation au cours des 3 prochaines années, tel que cela est prévu dans le plan d'affaires à 3 ans (2013-2015) du *management*.

Selon notre compréhension, la stratégie de la Société consiste à poursuivre son développement en finançant ses investissements en fonds propres dans les nouveaux projets au moyen des excédents de trésorerie dégagés par l'exploitation, complétés par les produits des ventes de parcs existants, en fonction des opportunités de cession.

La gestion des dettes

Les dettes projets (172 M€ dans les comptes au 31 décembre 2012), c'est-à-dire celles contractées par les entités portant les parcs éoliens, sont remboursées, directement par les flux de trésorerie dégagés par ces derniers.

En revanche, la dette OCEANE n'est « adossée » à aucun actif.

Au regard des caractéristiques des OCEANES, une conversion significative en 2013 ou en 2014 apparaît peu probable, dès lors qu'elle induit un prix de conversion de respectivement 4,32 € et 4,46 € par action sur la base de la valeur de remboursement anticipée au 1^{er} janvier 2015, date d'échéance sur laquelle nous reviendrons.

Il est par contre très vraisemblable que les créanciers obligataires privilégieront un remboursement anticipé au 1^{er} janvier 2015 au prix de 15,29 € par obligation plutôt que d'attendre le remboursement au 1^{er} janvier 2041 au prix de 20,77 €, ce qui, compte tenu des intérêts, représenterait un rendement moyen annuel estimé limité à 1,27 % sur la période 2015-2041. Ce rendement paraît particulièrement faible, et donc peu attractif, au regard de la maturité considérée et d'une rémunération normale du risque.

La Société se trouve donc dans la situation où elle devra faire face au 1^{er} janvier 2015 à un remboursement anticipé de l'OCEANE pour 126 M€, ce qui dépasse largement ses capacités de remboursement actuelles, compte tenu des besoins de financement de son exploitation à cet horizon, étant rappelé que ses flux de trésorerie sur les deux derniers exercices sont les suivants :

⁵ Extrait du communiqué de presse du 28 janvier 2013 disponible sur le site internet de THEOLIA

En milliers d'euros	2012	2011
Résultat net	- 11 719	- 45 665
Marge brute d'autofinancement	- 6 398	- 778
Cash Flow provenant des activités opérationnelles	- 1 123	- 2 080
Flux net affecté aux investissements	- 14 361	- 11 237
Flux net affecté au financement	- 4 429	- 5 619
<i>Variation de trésorerie et équivalent trésorerie</i>	- 19 913	- 18 935

Source : Document de référence 2012

Pour éviter le défaut, les solutions techniques principales reposeraient alors sur un refinancement de la dette et/ou sur une augmentation de capital pour la rembourser.

Aucune solution n'est à notre connaissance arrêtée à ce jour, et cette échéance constitue un aléa majeur pouvant affecter négativement l'entreprise et la valeur de ses fonds propres, en fonction des conditions et modalités qui seraient convenues.

4.2. Matrice SWOT

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

Forces

- Pipeline de 731MW au 31 décembre 2012
- Pure Player dans l'énergie éolienne, disposant d'un savoir-faire et d'une expertise reconnue dans la construction et l'exploitation de parcs éoliens
- Prise de contrôle (pouvoir de gestion) de Breeze Two Energy
- Structuration engagée qui a permis d'améliorer significativement l'EBITDA
- Mise en place du véhicule TUIC qui permet de réduire les besoins en financement du groupe tout en conservant des capacités de production pour compte propre
- Diversification des implantations dans plusieurs pays
- Implantation en Europe du Nord, qui propose une stabilité des tarifs plus importante que l'Europe du Sud

Faiblesses

- Le groupe fait face à un mur de dette à horizon 2015, avec la possibilité donnée aux porteurs d'OCEANES d'en demander le remboursement anticipé nécessitant des apports de fonds propres pour éviter le défaut, avec un facteur potentiel de dilution inconnu pour les actionnaires
- Ratio de dette nette / EBITDA élevé (autour de 9), impliquant un coût de financement des futurs projets plus important et un accès aux financements plus difficile
- Dilution potentiellement importante de l'actionnariat en cas de conversion des OCEANES
- Exposition au marché italien qui connaît une crise économique importante, rendant plus difficile l'accès au financement et augmentant le coût du crédit dans ce pays

Opportunités

- Le parc énergétique européen, pris dans son ensemble, doit être reconstruit à 42% à horizon 2020
- Programme européen « Triple 20 pour 2020 » :
 - réduction de 20% des GES par rapport au niveau de 1990
 - les énergies renouvelables doivent représenter 20% des énergies utilisées en UE
 - 20% d'économie d'énergie
- Les « Green Friendly Governments » d'Europe Centrale et d'Europe du Nord ainsi que la Chine et l'Inde offrent des potentiels de croissance importants pour les années à venir
- Forte croissance du marché mondial de l'éolien en 2011 (+20%), qui est amenée à se poursuivre, notamment pour respecter les objectifs fixés par le protocole de Kyoto
- Les innovations technologiques entraînent une baisse du prix par MW et une augmentation des capacités de production

Menaces

- L'énergie éolienne est chère (deux fois plus chère que le nucléaire en France) et reste fortement dépendante des politiques énergétiques (fixation des prix et aides d'Etat) pour son développement
- L'énergie éolienne ne représente que 2,1% de l'énergie produite dans le monde
- Forte implantation en Europe, qui a une dynamique de croissance économique très faible depuis 2010
- Marché en cours de concentration, qui implique l'émergence d'acteurs ayant une taille et des ressources propres plus importantes que celles du groupe
- Difficultés croissantes pour identifier de nouveaux sites d'implantation et obtenir les permis de construction compte tenu des nombreux recours posés par les populations locales

5. Evaluation de la société Theolia

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

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

La référence à l'actif net comptable consolidé, qui ne constitue pas une méthode d'évaluation, ne nous paraît pas pertinente au cas présent dans la mesure où elle correspond à l'application des conventions comptables auxquelles se réfère la Société, qui ne reflètent pas sa valeur.

A titre purement informatif, l'actif net comptable consolidé par action THEOLIA s'établit à 2,56 euros sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2012.

5.1.2. Actif net réévalué

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

5.1.3. Méthode du rendement

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue car la société THEOLIA n'a pas distribué de dividende depuis sa cotation.

5.1.4. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, seule une approche de continuité d'exploitation permettant de valoriser l'action THEOLIA dans le contexte de l'opération.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

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

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- Le cours de bourse de la société THEOLIA.

Nous avons complété nos travaux par l'analyse des références de valorisation suivantes :

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

5.2.1. Actualisation des flux de trésoreries futurs (ou DCF)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de THEOLIA, dans une perspective de continuité de son exploitation. Elle anticipe que la société aura la capacité de refinancer l'OCEANE et disposera par ailleurs des ressources nécessaires au financement de son développement.

S'agissant de l'évaluation de projets (i.e. les parcs éoliens) auxquels sont adossés des dettes, les flux de trésorerie considérés sont les flux dégagés par l'exploitation après service de la dette (approche dite *cash to equity*), conformément aux usages en la matière.

Sur la base du plan d'affaires transmis par la société THEOLIA, élaboré par le management sur une période allant de 2013 à 2015, et des entretiens avec le management, les flux des projets ont fait l'objet d'une modélisation sur leur durée d'exploitation dans le cadre du tarif réglementé (approche dite en *run-off*).

A l'issue de cette période d'exploitation, une valeur terminale est affectée à chaque parc reflétant la valeur des droits d'exploitation qui y sont attachés.

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

Cette méthode permet de donner une valeur de prise de contrôle pour l'actionnaire, sans tenir compte de l'aléa propre au refinancement de l'OCEANE.

5.2.2. Cours de bourse

La Société a été introduite à la bourse de Paris (marché libre) le 17 juillet 2002. Les actions sont cotées depuis le 31 juillet 2006 sur le compartiment C de l'Eurolist de NYSE Euronext Paris (Code ISIN FR0011284991). L'action THEOLIA fait partie de l'indice CAC Mid & Small 190.

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Sur la base du cours de bourse au 5 juillet 2013, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit :

	Cours	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital		% du flottant	
						volume échangé	Rotation du capital	volume échangé	Rotation du capital
Spot (05/07/2013)	1,12	248	248	277	277	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
CMPV 1mois	1,21	266	5 856	321	7 072	0,4%	9,0%	0,5%	10,4%
CMPV 3mois	1,29	258	16 772	333	21 626	0,4%	25,8%	0,5%	29,8%
CMPV 6mois	1,44	362	45 953	523	66 384	0,6%	70,8%	0,6%	81,6%
CMPV 12 mois	1,47	423	108 337	624	159 714	0,7%	166,9%	0,8%	193,1%
CMPV 24 mois	1,83	656	336 967	1 205	619 134	1,0%	519,3%	1,1%	575,3%

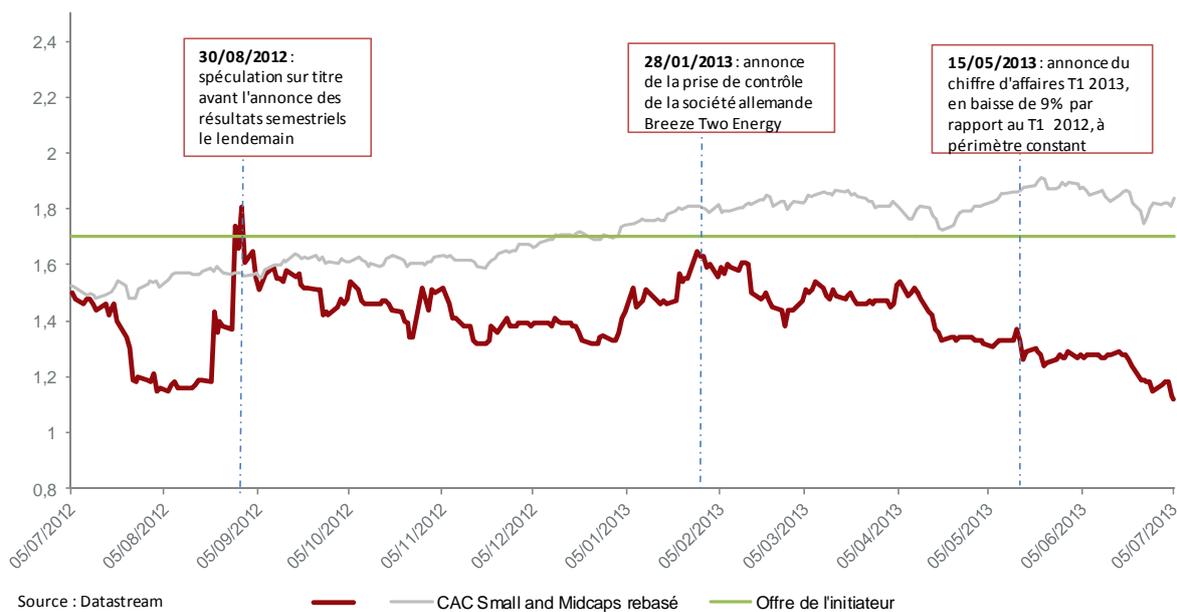
Le nombre d'actions émises au 30 juin 2013 est de 64.894.473. Avant l'opération, nous avons considéré que les actionnaires de référence sont représentés par le « concert » (8.580.261 actions), tels que défini dans le document de référence. Les autres actionnaires ont été assimilés au capital flottant, y compris M. Yves Jacquin Depeyre qui, par l'intermédiaire de la société Ylliade Groupe et de la SCCPI, détient 3.216.896 actions au 30 juin 2013 dans un contexte où cet actionnaire a notifié un franchissement de seuil à la baisse en date du 17 juin 2013. Dans ces conditions, la part du capital flottant ressort à 86,5%.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 5 juillet 2013) le volume d'actions THEOLIA échangé est de 108 millions d'actions (soit environ 423 milliers / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 193,1%.

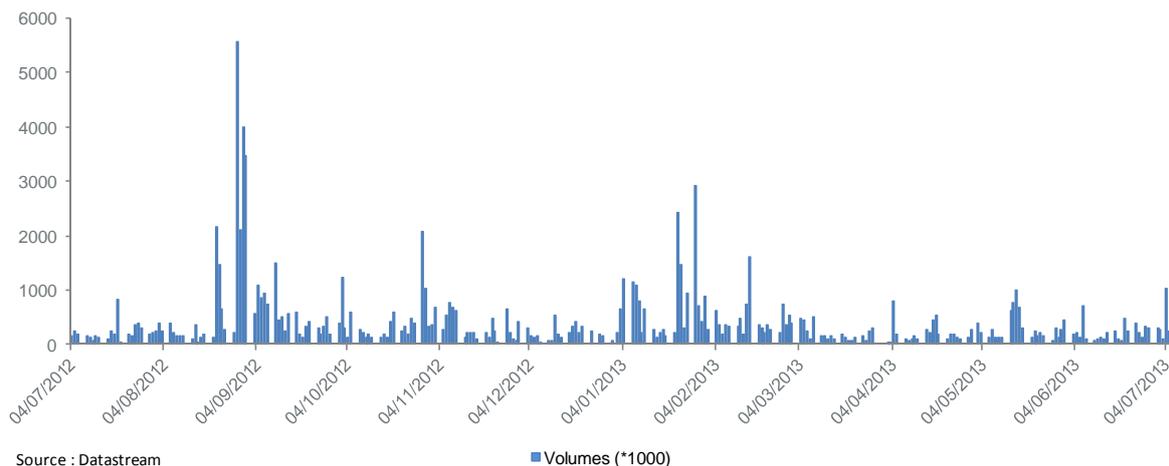
Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est une référence pertinente. Si l'on étend ces observations sur 24 mois, le volume d'actions échangées passe à 337 millions, soit 656 milliers d'actions / jour de cotation et la rotation du capital flottant s'établit à 575,3%.

Le cours de bourse de l'action THEOLIA a évolué comme suit entre le 26 juin 2011 et le 26 juin 2013 comparativement avec l'indice CAC Mid & Small 190:

Evolution du cours de l'action THEOLIA et de l'indice CAC Small and Mid (rebasé) depuis le 5 juillet 2012



Evolution des volumes d'échanges de l'action THEOLIA depuis le 5 juillet 2012



5.2.3. Comparables boursiers

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

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour ces activités.

L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué aux EBITDA estimés pour 2013, 2014 et 2015 de THEOLIA, selon le plan d'affaires que nous avons examiné, les multiples observés sur les mêmes périodes.

Les sociétés cotées identifiées intervenant également sur d'autres métiers (solaire) ou d'autres pays avec une politique et des réglementations différentes en matière d'énergie éolienne, ce critère a été examiné à titre accessoire.

5.2.4. Transactions comparables

L'approche par les multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats de la société les multiples de transactions sur des sociétés comparables. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous n'avons pas retenu l'approche fondée sur les multiples des MW installés, les moyennes observées présentant des écarts-type importants, traduisant le fait que la valeur au-delà de la puissance installée est notamment fonction de la réglementation nationale, de la qualité ou de la maturité du site.

Les transactions que nous avons identifiées au cours des deux dernières années ne sont pas pleinement comparables à la présente opération. Pour cette raison, nous n'avons considéré cette méthode qu'à titre accessoire.

5.2.5. Objectifs de cours

Le titre THEOLIA est suivi par plusieurs analystes : Arkeon, IDMidCaps, Invest Securities, Kepler Capital Markers, Portzamparc et Macquarie.

Cependant, les analyses ne sont pas réalisées sur une base régulière et tous les analystes n'effectuent pas un suivi du titre avec indication d'un prix cible (Portzamparc).

Dans ce contexte de suivi limité du titre, nous n'avons considéré cette méthode qu'à titre accessoire.

5.3. Données de référence de la société Theolia

5.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2013 (64.894.473 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (295.959).

Les BSA et les actions de performance en circulation au 31 décembre 2012 sont hors de la monnaie. De même, la conversion des OCEANES semble peu probable compte tenu du ratio de conversion actuel, comme cela est développé supra.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 64.598.514 actions.

5.3.2. Dette financière nette

La dette financière nette au 31 décembre 2012 a été déterminée comme suit :

Calcul de la dette financière (en K€)**31/12/2012**

Dettes projets (CT et LT)	189 092
OCEANES (prix de remboursement anticipé)	127 927
+ Provisions pour risques et charges	13 045
+ Engagements retraite	186
+ Prise de contrôle de Breeze Two Energy (part payée en cash en 2013)	1 500
- Trésorerie disponible (part non bloquée)	(27 969)
- Actifs financiers non courants (titres non consolidés)	(4 317)
- Actifs destinés à la vente	(3 602)
- Equity swap (valeur de marché au 01/01/2013)	(4 505)

Dette financière nette**291 357**

Source : Document de référence 2012 et analyse FINEXSI

La dette financière de THEOLIA au 31 décembre 2012 inclut l'emprunt obligataire convertible pour sa valeur de remboursement anticipé⁶ à laquelle nous avons ajouté les intérêts courus et l'equity swap mis en place avec Crédit Suisse, pour lequel nous avons retenu la juste valeur, au 31 décembre 2012.

Les actifs financiers non courants intègrent les titres ECOLUTIONS pour la moitié de leur valeur nette comptable (2,8 M€) en raison de l'offre d'achat intervenue sur les titres de la société au mois de juin 2013, à un prix fortement décoté par rapport à la valeur nette comptable de la société.

En ce qui concerne la trésorerie, seule la part disponible a été considérée, la part bloquée (41 202 K€) n'étant par définition pas librement distribuable. Sa libération progressive, corrélée au remboursement de la dette, a été appréhendée dans notre approche DCF ci-après.

5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société Theolia**5.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal****5.4.1.1. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels****5.4.1.1.1. Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires**

Le management nous a communiqué son plan d'affaires sur la période 2013-2015 présenté lors du Conseil d'Administration du 15 mars 2013.

A partir de ce plan d'affaires et des entretiens que nous avons eus avec le management sur les perspectives de la Société, nous avons modélisé un plan d'affaires et procédé à son extrapolation sur une période longue (2016-2039). Nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires électricité pour compte propre

Le chiffre d'affaires électricité pour compte propre a été estimé parc par parc en distinguant les parcs existants des projets, auxquels une probabilité de succès a été appliquée en fonction du stade d'avancement, par référence à des études sectorielles réalisées sur le sujet.⁷

Pour chaque parc, les prévisions ont été établies sur la durée du tarif réglementé.

⁶ Cette valeur correspond également à la valeur de rachat en cas de changement de contrôle de la société

⁷ Source : Wind Energy M&A Report 2010 – Epsilon Research

A défaut d'hypothèses contraires, nous avons considéré que les nouveaux parcs qui seraient mis en service dans les années à venir vendraient également l'électricité produite à des tarifs correspondant au tarif réglementé des parcs existants. En raison des incertitudes pouvant exister sur une longue période telle que celle de l'extrapolation, cette hypothèse est favorable en ce sens qu'elle apparaît de nature à augmenter le résultat de l'évaluation.

Les hypothèses de vent, par pays, ont été fixées par référence à une probabilité dite « P50 » qui correspond au niveau de production moyen attendu sur la base des études de vent réalisées.⁸

Par référence aux autres niveaux de probabilité usuellement examinés dans le secteur (P75 et P90), l'hypothèse P50 est favorable aux actionnaires minoritaires dès lors qu'elle est la plus élevée.

- Chiffre d'affaires exploitation pour compte de tiers

Au-delà de 2015 et jusqu'en 2020, un taux de croissance de 4% a été retenu pour traduire l'ambition du management de développer ces activités. Le taux de croissance a ensuite été limité à 2%.

Nous avons également appréhendé un chiffre d'affaires complémentaire au titre de l'exploitation par THEOLIA des parcs de BREEZE TWO ENERGY jusqu'en 2026. La valeur de la prise de contrôle de BREEZE TWO ENERGY se trouve donc appréhendée au travers de la marge dégagée au titre de l'exploitation de ses parcs. A ce stade, il ne paraît pas réaliste de considérer en sus de la marge ainsi appréhendée, une éventuelle plus-value sur l'investissement en obligations C BREEZE TWO ENERGY, compte tenu des aléas.

- Chiffre d'affaires développement / construction / vente

Le groupe prévoit un fort ralentissement, voire un désengagement de cette activité qui reste déficitaire. Nous avons donc maintenu un niveau d'activité en ligne avec celui du plan d'affaires du management sur 2013-2015.

- Chiffre d'affaires des activités non éoliennes

Il s'agit du chiffre d'affaires généré par le parc solaire situé en Allemagne, d'une capacité de 2,9 MW. Nous avons retenu pour cette activité un chiffre d'affaires identique à celui réalisé lors de l'exercice 2012.

Les autres activités (SERES, ECOVAL, ECOLUTIONS) sont destinées à être cédées à plus ou moins brève échéance par le groupe. Nous n'avons donc pas retenu de chiffre d'affaires pour ces dernières. Par ailleurs, ces activités ne dégagent pas de rentabilité permettant de leur conférer une valeur. Elles ont donc été retenues pour une valeur nulle.

- Charges opérationnelles

Les charges opérationnelles (masse salariale, autres achats et charges externes...) de la période 2013-2015 sont celles du plan d'affaires du management. Leur poids moyen dans le chiffre d'affaires pour les 3 années du plan d'affaires a été retenu pour les années suivantes.

La marge additionnelle dégagée par le chiffre d'affaires des nouveaux parcs mis en service a été retenue au taux de 75 %.

⁸ Selon l'hypothèse P50, la probabilité d'être en-dessous ou au-dessus de la donnée estimée est identique (50 / 50)

Sur ces bases, le taux de marge annuel d'EBITDA sur la période 2013 – 2039 ressort entre 53% et 70%.

- Valeur terminale

Il n'existe pas de pratique partagée sur la prise en compte -ou non- d'une valeur terminale à la sortie du tarif règlementé.

La présente évaluation se plaçant du point de vue de l'actionnaire minoritaire, nous avons retenu une valeur terminale à hauteur de 200 K€ par MW par référence notamment à de précédentes évaluations et aux règles d'amortissement de la Société, revue par ses commissaires aux comptes.

En définitive, nous avons considéré que les hypothèses retenues dans le plan d'affaires du management apparaissaient conservatrices, notamment en ce qui concerne les hypothèses de vent. Le tableau ci-dessous synthétise les principaux éléments que nous avons corrigés dans le cadre de l'opération :

	Management	Finexsi
Capex		Hypothèse du management diminuée de 0,05 M€/MW
Valeur de sortie	Hors de l'horizon du BP	200 K€ / MW
Hypothèses de vent	P90	P50
Breeze Two Energy	néant	CA 1,5 M€
Déficits fiscaux reportables	Absence de prise en compte sur l'horizon du BP	Modélisé selon les règles fiscales applicables

5.4.1.1.2. Détermination des flux

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

La variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation de la société dépend essentiellement de l'activité développement / construction / vente de parcs éoliens, qui ne constitue pas un axe de croissance prioritaire pour la Société dans les années à venir compte tenu des pertes qu'elle génère. Nous avons donc considéré un BFRE nul.

- Investissements (ou CAPEX)

Les investissements correspondent pour l'essentiel aux coûts de construction des nouvelles fermes éoliennes. Ces coûts exprimés en M€/MW ont été estimés par pays en fonction des indications données par le management.

- Remboursement des dettes adossées aux projets

L'amortissement des dettes projets a été calculé en fonction des capitaux restant dûs au 31 décembre 2012 en considérant un amortissement sur la durée résiduelle d'exploitation des parcs et un taux d'intérêt égal à celui retenu par le *management* dans son plan d'affaires.

- Impôts sur les sociétés

L'impôt sur les sociétés est calculé au taux de 34,43%, après imputation des reports déficitaires.

5.4.1.1.3. Travaux d'évaluation

Taux d'actualisation

Comme indiqué au § 5.2.1., nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût des fonds propres a été estimé à 10,01% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,82% correspondant au taux moyen l'OAT TEC 20 (moyenne calculé entre le 1^{er} janvier 2013 et le 10 juin 2013 / Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 6,60 % (moyenne des primes de risque ID MIDCAP des 3 derniers mois – SOURCE ESPILON RESEARCH) ;
- D'un bêta désendetté de 0,43 (1,09 ré-endetté) déterminé sur la base de la médiane des bêtas d'un échantillon de cinq sociétés cotées du secteur (PNE WIND, ALERION, GREEN TECH, TERNA, FALCK ; Source : Datastream).

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1er janvier 2013.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur des fonds propres part du groupe s'établit à 106.550 milliers d'euros et la valeur par action à 1,68 euros.

Les sensibilités de la valeur par action de la société THEOLIA à une variation combinée :

- du taux d'actualisation (de 9,50% à 10,50%) et des hypothèses de vent (P50 et P75),
- du taux d'actualisation (de 9,50% à 10,50%) et du coût des investissements (capex),
- du taux d'actualisation (de 9,50% à 10,50%) et de la marge d'EBITDA additionnelle des nouveaux parcs (72,5% à 77,5%),

sont présentées ci-après :

		Hypothèses de vents	
		P50	P75
Taux d'actualisation	9,76%	1,79	1,16
	10,01%	1,68	1,07
	10,26%	1,58	0,97

		CAPEX		
		S1	S2	S3
Taux d'actualisation	9,76%	1,94	1,79	1,64
	10,01%	1,83	1,68	1,53
	10,26%	1,73	1,58	1,43

Où S2 correspond à l'hypothèse retenue dans notre plan d'affaires, S1 à une réduction de 0,05 M€/MW de ces coûts et S3 à une majoration de 0,05 M€/MW.

		Marge d'EBITDA additionnelle des nouveaux projets		
		72,5%	75%	77,5%
Taux d'actualisation	9,76%	1,60	1,79	1,98
	10,01%	1,49	1,68	1,87
	10,26%	1,40	1,58	1,77

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs de 0,97 € par action à 1,98 € par action, avec une valeur centrale de 1,68 €.

Le prix proposé offre une prime de 1,2% par rapport à la valeur centrale résultant de cette analyse des flux futurs actualisés, étant rappelé que cette approche revient à retenir la pleine valeur des actifs sans tenir compte des aléas propres au refinancement de l'OCEANE en 2015.

5.4.1.2. La référence au cours de bourse THEOLIA

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 5 juillet 2013 :

Analyse cours de bourse Theolia	Cours	Offre	Prime sur le prix de l'offre
Cours spot au 5 juillet 2013	1,12 €	1,70 €	51,8%
CMPV ⁽¹⁾ 1 mois	1,21 €	1,70 €	40,6%
CMPV 3 mois	1,29 €	1,70 €	31,8%
CMPV 6 mois	1,44 €	1,70 €	17,7%
CMPV 9 mois	1,45 €	1,70 €	17,1%
CMPV 12 mois	1,47 €	1,70 €	15,3%
CMPV 60 jours ⁽²⁾	1,28 €	1,70 €	32,7%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽³⁾	1,81 €	1,70 €	-6,1%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽⁴⁾	1,12 €	1,70 €	51,8%

Source : Datastream et Nyse Euronext au 4 juillet 2013 puis Boursorama pour le 5 juillet 2013

⁽¹⁾ CMPV : cours moyen pondéré par les volumes

⁽²⁾ Calculé conformément à l'article 233-3 du règlement général de l'AMF

⁽³⁾ Le 30 août 2012

⁽⁴⁾ Le 5 juillet 2013

Le cours de bourse de THEOLIA pendant les douze derniers mois a fluctué entre 1,12 € et 1,81 €. Au cours le plus bas, l'Offre de l'initiateur fait ressortir une prime de 51,8%. Le cours le plus haut fait ressortir une décote de 6,4%.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 51,8% par rapport au cours spot du 5 juillet 2013, et des primes de respectivement 40,6% et 15,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes à 1 mois et à 12 mois.

5.4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

5.4.2.1. Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités du marché de l'énergie en Europe, il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à THEOLIA. Néanmoins, nous avons pu identifier les sociétés cotées suivantes :

- **PNE WIND** est une entreprise allemande spécialisée dans la conception et l'exploitation de fermes éoliennes en Europe, à la fois en Onshore (sur le continent) et en Offshore. Depuis 1995, le groupe a développé plus de 98 fermes éoliennes pour une capacité énergétique de 814 MW. En 2012, PNE WIND a réalisé un chiffre d'affaires de 84,4 M€ ;
- **ALERION CLEAN POWER** est une entreprise italienne spécialisée dans la production d'électricité à partir d'énergies renouvelables et notamment à partir de l'énergie éolienne. L'entreprise exerce son activité essentiellement en Italie. A la tête d'une capacité de production de 262 MW, le groupe a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 76,1 M€ ;
- **GREENTECH ENERGY SYSTEMS** est entreprise danoise spécialisée dans les énergies renouvelables, éoliennes et autres. Elle est présente au Danemark, en Espagne, en Italie, en Pologne et en Allemagne. En 2012, l'entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 59,8 M€, l'essentiel de son activité concerne le secteur éolien (276 MW en gestion sur un parc énergétique total de 318 MW) ;
- **TERNA ENERGY** est une entreprise grecque spécialisée dans les énergies renouvelables, en particulier dans l'éolien qui représente 95% de sa capacité énergétique installée (484 MW sur 507 MW). L'entreprise est présente essentiellement en Europe. En 2012, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 124 M€ ;
- **FALCK RENEWABLES** est une entreprise italienne présente dans les énergies renouvelables. Elle a notamment une capacité éolienne installée de 620 MW en Italie, Espagne, France et Royaume-Uni. Son chiffre d'affaires 2012 est de 249 M€ en 2011.

Nous avons exclu PNE WIND de notre analyse car les multiples induits par cette société (6x en 2012, 2,9x en 2013, 2,7x en 2014 et 3,0x en 2015 respectivement) ne nous paraissent pas cohérents par rapport aux multiples observés sur les autres sociétés de l'échantillon.

Nous avons également exclu Terna Energy, car ses zones d'implantations géographiques (principalement en Europe de l'est, Europe Centrale et USA pour leur activité éolienne) ne sont pas comparables avec celles de THEOLIA.

Le cours de bourse retenu pour déterminer la valeur d'entreprise de chacune des sociétés est la moyenne sur un mois des cours de clôture pondérés par les volumes, effectué au 24 juin 2013.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2013 et 2014 :

En M€

Sociétés	Capitalisation boursière	VE/EBTIDA 2012a	VE/EBTIDA 2013e	VE/EBTIDA 2014e	VE/EBTIDA 2015e
Alerion	156	8,9x	8,7x	7,9x	6,6x
Greentech	138	11,1x	10,7x	8,7x	7,1x
Falck	250	6,9x	7,8x	NA	6,7x
Moyenne		9,0x	9,1x	8,3x	6,8x

Sources : Rapports annuels 2012 des sociétés

Thomson Reuters, Datastream

La dette nette est celle issue des comptes au 31 décembre 2012

En appliquant ces multiples aux données d'EBITDA estimées sur la base de notre plan d'affaires sur les années 2013, 2014 et 2015, nous encadrons la valorisation de THEOLIA **entre 0,69 € et 1,86 € par action**. L'écart observé traduit la variation très sensible dans le temps de l'EBITDA estimé. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 146,4% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une décote de 9,4% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

5.4.2.2. Multiples observés sur des transactions comparables

Nous avons analysé des transactions opérées sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue THEOLIA sur les trois dernières années et portant sur la majorité du capital. Comme indiqué au § 5.2.4., nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA, couramment utilisés par les évaluateurs.

Multiples d'EBITDA

Nous avons identifié les transactions suivantes, intervenues en 2011 et 2012, pour lesquelles des informations publiques⁹ étaient disponibles :

- L'acquisition d'IP MAESTRALE par ERG annoncée en décembre 2012 ;
- L'acquisition d'AEROWATT par JMBE annoncée en juillet 2012 ;
- La fusion par absorption de 20% d'IBERDROLA RENOVABLES par IBERDROLA annoncée en juillet 2011 ;
- L'acquisition d'EDF ENERGIES NOUVELLES par EDF annoncée en avril 2011.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des comptes du dernier exercice clos (N-1 ci-dessous) et de l'exercice en cours (N ci-dessous) au moment de la transaction.

Le détail des multiples par transaction est le suivant :

⁹ Notes d'opérations pour les sociétés cotées / recoupements sur la base d'articles de presse

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	VE / EBITDA N-1	VE / EBITDA N
déc.-12	ERG	IP Maestrale	12,0x	9,2x
juil.-12	JMBE	Aérowatt	12,5x	10,5x
juil.-11	Iberdrola	Iberdrola Renovables	15,2x	12,0x
avr.-11	EDF	EDF Energies Nouvelles	NC	8,2x
Mediane			12,5x	9,9x

EDF Energies Nouvelles ne nous apparaît pas directement comparable compte tenu de la taille, des moyens et de la notoriété de la société.

En retenant les EBITDA 2012 et 2013^e de THEOLIA, du plan d'affaires du management d'une part, et du plan d'affaires que nous avons modélisé d'autre part, ***l'application du multiple médian estimé à partir des prix de transactions fait ressortir une valeur comprise entre - 0,47 € et 1,90 €.***

L'importance de l'écart observé dans les résultats confirme les limites de la comparaison opérée et la faible pertinence de ce critère.

5.4.2.3. Les objectifs de cours des analystes

Les dernières recommandations des analystes qui suivent le titre THEOLIA sont reprises ci-dessous :

Date	Analyste	Objectif de cours (€)
23/07/2012	Macquarie*	3,00
28/01/2013	IdMidCaps	1,49
17/04/2013	Arkeon Finance	3,20
17/04/2013	Kepler	2,40
25/04/2013	Invest Securities	1,65

*Source : Thomson Reuters - Nous avons corrigé l'objectif de cours (1,50€ initialement) suite au remembrement intervenu en 2012

L'examen des recommandations montre qu'à l'exception de Kepler, il n'existe pas d'étude détaillée récente sur le titre.

Dans son analyse, Kepler retient l'hypothèse d'une conversion totale des OCEANES, situation qui n'apparaît pas réaliste, comme nous le développerons plus loin. En retraitant ses calculs de cette seule hypothèse, le cours cible s'établirait à 1,80 €

Le prix d'Offre fait ressortir une décote de 5,9% par rapport à cet objectif de cours retraité.

5.4.2.4. Conclusion

En se situant légèrement au-dessus de la valeur centrale du DCF, le prix d'Offre donne à l'actionnaire la juste valeur de l'actif dans une perspective de continuité d'exploitation et de poursuite de développement de la société.

De plus, à travers l'Offre les actionnaires ont accès à la liquidité immédiate de la totalité de leurs titres avec une prime significative par rapport au cours de bourse.

6. Evaluation de l'OCEANE

Les caractéristiques des OCEANes sont présentées au paragraphe §1.1.3.

6.1. Méthodes écartées

6.1.1. La référence à la valeur de conversion de l'OCEANE

Sur la base du cours de bourse de clôture de THEOLIA au 5 juillet 2013, soit 1,12 €, la valeur de conversion de l'OCEANE s'établirait à 4,84 € par obligation en cas de conversion en 2013 et 3,88 € en cas de conversion en 2014. En considérant le prix d'Offre de 1,70 € par action THEOLIA, ces valeurs par obligation s'établiraient respectivement à 7,34 € et 5,88 €. Ces valeurs unitaires sont à comparer au prix de remboursement anticipé au 1^{er} janvier 2015, soit 15,29 € par OCEANE.

Exprimé autrement, le seuil à partir duquel la conversion présente un intérêt pour le porteur d'OCEANE par rapport au prix de remboursement anticipé de 15,29 € par obligation correspond à une valeur 3,54 € par action en cas de conversion en 2013 et 4,42 € en cas de conversion en 2014.

Les OCEANes sont donc nettement en dehors de la monnaie avec des valeurs de conversion induites très éloignées de la juste valeur de l'action, de sorte qu'une référence au prix de conversion n'apparaît pas pertinente, qui plus est dans la mesure où les possibilités de conversion sont limitées à 18 mois.

Par conséquent la valeur de conversion ne constitue pas une référence pertinente pour fixer la valeur des OCEANes.

Ces constats confirment le caractère peu vraisemblable d'une conversion massive des OCEANes.

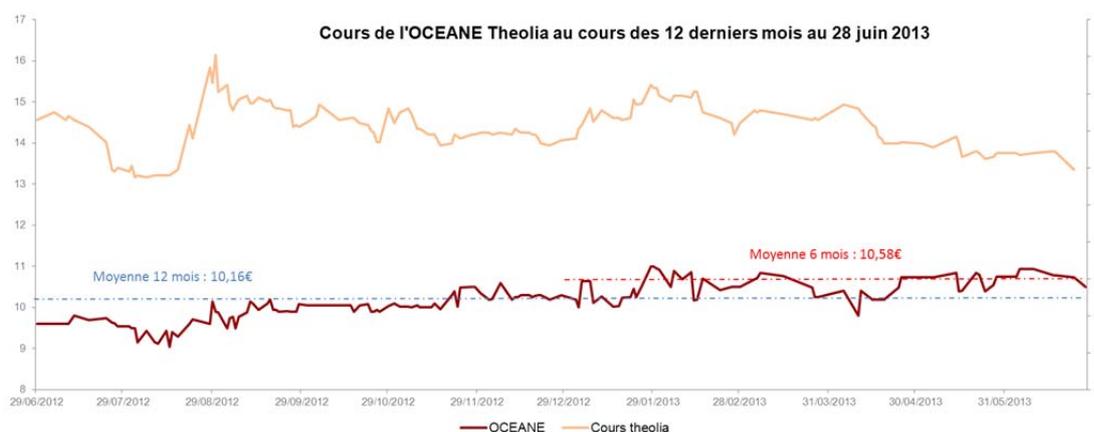
6.1.2. La valeur théorique

Nous n'avons pas procédé à l'évaluation de la valeur théorique de l'OCEANE par sommation de la valeur intrinsèque et de la valeur de sa composante optionnelle (i.e. la possibilité de conversion).

Dans un contexte où la valeur intrinsèque (soit entre 3,88 € et 7,34 € selon la référence considérée) est très nettement inférieure au prix de conversion implicite et où la possibilité de conversion est limitée dans le temps (2013 ou 2014), cette approche conduirait à attribuer une valeur limitée à la composante optionnelle de l'OCEANE, ce qui valide là encore le scénario de remboursement.

6.1.3. Le cours de bourse de l'OCEANE

Les données relatives au cours de bourse figurent dans les tableaux suivants.



Au regard des très faibles volumes échangés (rotation annuelle de 3 %), le cours de l'OCEANE ne constitue pas une référence pertinente.

A titre d'observation, le titre fait ressortir une prime de 40% par rapport à la moyenne 6 mois

6.2. Méthode retenue

Compte tenu des modalités de conversion, cette dernière apparaît peu vraisemblable, ainsi que nous venons de le voir.

Dans ces conditions, le scénario le plus vraisemblable est celui d'un remboursement. Se pose alors la question pour le porteur de l'OCEANE d'arbitrer entre un remboursement anticipé au 1^{er} janvier 2015 au prix de 15,29 € ou un remboursement à terme au 1^{er} janvier 2041 au prix de 20,77 €.

Compte tenu du taux d'intérêts de l'OCEANE et du différentiel de prix, le remboursement au terme offre une rentabilité moyenne annuelle de 1,27% sur les 26 années supplémentaires, inférieure au taux de l'OAT 25 ans (3,18 %¹⁰).

Dans la mesure où la rémunération du risque apparaît très limitée sur les 26 années supplémentaires et où, à l'origine, en 2007, les OCEANES avaient une échéance au 1^{er} janvier 2014, antérieure à la date actuelle de remboursement anticipé, il est très vraisemblable que la grande majorité des porteurs exercent leur droit à remboursement anticipé au 1^{er} janvier 2015.

Le prix de remboursement anticipé constitue donc la référence pertinente pour fixer la valeur de l'OCEANE, car elle se déduit logiquement de cette catégorie de titre et de la valeur de l'action.

6.3. Conclusion

Dans un contexte où la demande de rachat anticipée au 1^{er} janvier 2015 ressort de loin comme le scénario le plus rationnel, offrir au porteur d'OCEANES la valeur de rachat majorée des intérêts courus n'appelle pas de remarque de notre part.

Cette solution offre donc aux porteurs d'OCEANES la liquidité immédiate de leurs titres et apparaît équitable.

Par ailleurs, cette situation ne crée pas d'inégalité par rapport aux actionnaires de la Société, cette dernière remboursant la dette pour le montant auquel elle était engagée, ce qui résulte en outre des caractéristiques de cette catégorie d'instrument et de la valeur de l'action.

7. Evaluation des BSA

Les caractéristiques des BSA CS4 et CS5 sont présentées au paragraphe 1.1.3.

Conformément à la pratique pour des BSA émis par une société cotée, nous avons procédé à leur évaluation à partir de la formule de Black and Sholes en considérant pour chacun une valeur du sous-jacent à date égale au prix d'Offre et la volatilité observée sur le titre Théolia sur les 6 derniers mois.

Selon cette approche, la valeur des BSA CS4 est quasi nulle et celle des BSA CS5 ressort à 0,003 €.

Compte tenu du fait que les BSA sont nettement en dehors de la monnaie et présentent des maturités relativement courtes de respectivement 6 et 18 mois, le résultat des calculs apparaît cohérent.

Le prix d'Offre de 0,002 € par BSA est proche des valeurs calculées. Dans un contexte où l'ensemble des 100.000 BSA (50.000 BSA CS4 et 50.000 BSA CS5) sont détenus par un titulaire unique, ce

¹⁰ Source : Datastream au 3 juillet 2013

dernier, s'il décide d'apporter l'ensemble des BSA, percevra un prix global de 200 € pour des BSA évalués globalement à 150 €.

La probabilité d'exercice de ces BSA nettement en dehors de la monnaie apparaissant quasi-nulle, ils ne présentent pas de caractère dilutif pour les actionnaires. Par conséquent, le prix d'Offre pour ces BSA n'est pas susceptible de rompre l'égalité entre les titulaires des différents instruments financiers émis par la Société puisqu'il dépend de la valeur de l'action.

8. Appréciation du prix établi par l'établissement présentateur

La SOCIETE GENERALE, agissant pour le compte de l'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 de la note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de la SOCIETE GENERALE pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu leur rapport d'évaluation définitif.

8.1. Titres de la société Théolia

8.1.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la banque présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation retenues.

Par ailleurs, elle se place comme nous dans une logique de continuité d'exploitation en considérant que le refinancement de l'OCEANE pourra s'effectuer sans difficulté d'ici début 2015, ce qui est une hypothèse très favorable pour l'actionnaire de THEOLIA. Dans ses hypothèses, elle a retenu un cas favorable selon lequel l'adossement intervenant immédiatement, la société est en mesure d'assurer son développement sans perte de temps. Dans le cas moins favorable, il est considéré un différé de ce développement jusqu'à la mise en place d'une solution de refinancement début 2015.

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

8.1.2. Mise en œuvre des différents critères

8.1.2.1. Principes généraux

L'initiateur n'a pas eu accès au plan d'affaires du management, et a donc établi son propre plan d'affaires en ayant accès à une salle d'information. Sur ce plan d'affaire de l'initiateur, la banque présentatrice a effectué ses travaux d'évaluation.

Nous nous sommes référés quant à nous au plan d'affaires du management pour apprécier les hypothèses, les analyser, les amender pour procéder à des analyses de sensibilité et extrapoler les prévisions.

Les flux actualisés par l'établissement présentateur sont les flux d'exploitation actualisés au coût moyen pondéré des capitaux propres, alors que nous avons considérés des flux d'exploitation après service de la dette adossée aux projets actualisés, au coût des fonds propres.

Dans les deux cas, les projets sont considérés en *run-off*, c'est-à-dire que les flux sont appréhendés sur une durée de 25 ans pour la banque présentatrice, tandis que nous avons retenu la durée résiduelle du tarif réglementé, aucun flux n'étant retenu au-delà. Dans notre cas, nous avons retenu un périmètre de projets plus large, et une valeur terminale (voir ci-après).

Au niveau des hypothèses structurantes, les principaux points de divergence sont les suivants :

- Nous avons pris en compte la totalité du portefeuille de projets de 731 MW (ou *pipeline*), en appliquant à chaque parc une probabilité de succès en fonction de son stade d'avancement,

afin d'extérioriser la valeur de l'ensemble des actifs de la société, alors que la banque présentatrice n'a pris en compte qu'une part plus restrictive du *pipeline* (163 MW) ;

- A l'inverse de la banque présentatrice, nous avons considéré une valeur terminale à la sortie des tarifs réglementés. L'établissement présentateur ne retient pas de valeur terminale pour les projets en fin de vie, quand nous avons retenu un montant de 200 K€/ MW ;

La prise en compte d'une valeur terminale sur ce type d'activité n'est pas partagée par l'ensemble du marché. Nous estimons cependant que cela reflète les perspectives de la Société à poursuivre ses activités au-delà de l'horizon du plan d'affaires.

Sur la base de ces éléments, notre approche apparaît plus favorable à l'actionnaire de la Société. A l'inverse, sur les points suivants, la banque présentatrice a retenu :

- une montée en puissance plus rapide sur les premières années du plan d'affaires améliorant sensiblement le chiffre d'affaires et l'EBITDA par rapport au Business Plan du management ;
- un coût de construction des nouveaux parcs inférieur (CAPEX) ;
- une absence d'investissements de maintenance au-delà de ceux figurant déjà dans les dépenses opérationnelles, alors que nous avons retenu un montant annuel forfaitaire.

Ces hypothèses plus favorables de la banque présentatrice compentent, selon nous, une moindre prise en compte du potentiel de développement et l'absence de valeur terminale.

Par ailleurs, la banque a appréhendé les dettes et engagements selon une approche différente de la notre, comme nous le verrons ci-dessous.

8.1.2.2. Données financières

L'établissement présentateur retient une dette financière nette ajustée de 225 millions d'euros quand nous retenons un montant de 291 millions d'euros.

Ces chiffres ne sont toutefois pas directement comparables : la banque présentatrice a estimé la situation de trésorerie et de dette au 30 juin 2013 et des flux à compter du 1^{er} juillet 2013, alors que nous nous sommes référés aux comptes du dernier exercice clos, à savoir au 31 décembre 2012, et avons modélisé en conséquence les flux à partir du 1^{er} janvier 2013.

Dans ce cadre, l'analyse de l'écart provient des éléments suivants :

- L'établissement présentateur a projeté la dette financière nette au 30 juin 2013 (113 millions d'euros), quand nous considérons le montant présenté dans les états financiers au 31 décembre 2012 (163 millions d'euros) en l'absence de situation comptable intermédiaire. L'établissement présentateur n'intègre pas dans son calcul les comptes courants d'associés, pour un montant de 12 millions d'euros, car il estime que cela n'engendrera pas de sortie de trésorerie à court terme et assume des remboursements d'emprunts pour un montant de 10 millions d'euros entre le 31 décembre 2012 et le 30 juin 2013. D'autre part, il intègre une partie de la trésorerie considérée comme bloquée (22 millions d'euros au 31 décembre 2012) dans le document de référence dans la trésorerie disponible. Nous estimons que cette approche ne reflète pas la réalité des passifs auxquels la Société fait face et des ressources dont elle dispose. Elle est cependant favorable aux actionnaires minoritaires dans la mesure où elle réduit le montant de la dette nette.
- L'établissement présentateur actualise les provisions et les actifs financiers (hors reports déficitaires) pour un montant net de -5 millions d'euros, quand nous retenons un montant net de 2 millions d'euros (sans actualisation),

- L'établissement présentateur actualise les déficits reportables de la France et de l'Italie alors que nous modélisons l'impact des déficits reportables dans notre approche Cash to Equity (avec actualisation). Nous comprenons que l'établissement présentateur ne retient pas les déficits reportables de l'Allemagne (141 millions d'euros en base) dans la mesure où ces derniers seraient perdus en cas de changement de contrôle de la société. Pour notre part, nous avons considéré une partie des déficits reportables l'Allemagne puisque nous adoptons une approche Stand-Alone du plan d'affaires.

8.1.2.3. Actualisation des flux de trésoreries futurs

L'établissement présentateur a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la base des données mises à disposition par la Société, sans avoir eu accès à son plan d'affaires.

Concernant les hypothèses financières

L'établissement présentateur retient un taux d'actualisation de 7% correspondant au coût moyen pondéré du capital (WACC) de la Société.

Nous avons fondé nos travaux sur une approche Cash to Equity, ce qui implique l'utilisation d'un coût des fonds propres, que nous avons retenu à 10,01% (cf. détail § 5.4.1.1.3).

La divergence sur le taux provient du fait que la banque évaluatrice a retenu un cash-flow d'exploitation pour son DCF. Un WACC de 7% correspond à un coût des fonds propres de l'ordre de 9% à 10%.

La valeur centrale obtenue par l'établissement présentateur se situe dans une fourchette comprise entre 1,38 € et 1,68 € sur le scénario *stand-alone*, et entre 1,48 € et 1,79 € sur le scénario de base, le prix d'Offre étant de 1,70 €. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 0,97 € à 1,98 €, et une valeur centrale de 1,68 € l'action.

8.1.2.4. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière.

8.1.2.5. Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Dans son échantillon de sociétés comparables, l'établissement présentateur a sélectionné un échantillon large, dont la plupart des valeurs sont communes avec celui que nous avons retenu. Toutefois, il retient les sociétés ENEL GREEN POWER, EDP RENOVAIS et FERSA, que nous avons exclues. Nous avons estimé, pour les deux premières, que leur taille et leurs moyens étaient trop importants et, pour la troisième, que ses zones d'implantations géographiques (le chiffre d'affaires de FERSA se répartit entre l'Espagne 56%, l'Inde 25%, la Pologne 13% et la France 6%) n'étaient pas comparables à celles de THEOLIA.

Les principales divergences de nos travaux tiennent à la composition de l'échantillon.

8.1.2.6. Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

L'établissement présentateur base son analyse, qu'elle retient à titre secondaire tout comme nous, sur les multiples de MW, critère que nous écarté pour les raisons exposées au § 5.2.4.

Pour notre part, nous avons retenus des multiples d'EBITDA, lequel nous semble être l'agrégat le plus pertinent dans le contexte de l'opération (cf. § 5.2.3).

Les fourchettes de valeurs obtenues se situent entre 1,69€ et 1,87€ pour l'établissement présentateur de l'Offre et entre -0,47 € et 1,90 € dans notre analyse. Ces valeurs encadrent le prix proposé, même si l'on relève que la borne basse de notre analyse en est très éloignée.

8.2. OCEANEs

8.2.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la banque présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation retenues, à savoir sa valeur de rachat, soit 126 M€ avec intérêts courus au 30 juin 2013. Cette hypothèse est en outre conforme à la situation en cas de changement de contrôle de la société, lequel interviendrait au-delà du 30 septembre, date à retenir pour arrêter le montant des intérêts courus.

8.3. BSA

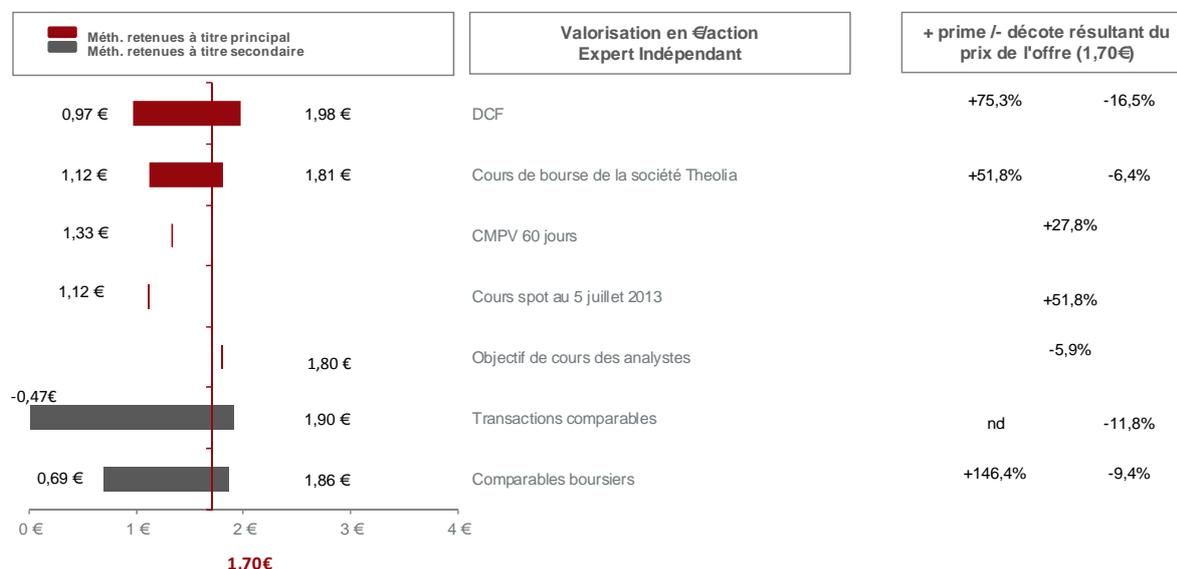
8.3.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la banque présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation retenues.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des prix d'Offre

9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix d'Offre, soit 1,70 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



Le prix d'Offre des OCEANE, soit 15,29 € plus intérêts courus, correspond au prix de remboursement, seul critère jugé pertinent dans le cadre de la présente évaluation.

Les BSA CS4 et CS5 sont retenus à une valeur de 0,002 € par BSA.

9.2. Conclusion

La présente Offre s'analyse selon nous comme un adossement, lequel permettrait :

- A THEOLIA de traiter la question du refinancement de l'OCEANE dont l'échéance début 2015 constitue un aléa important qui pourrait affecter négativement l'entreprise et la valeur de son action. Son refinancement opéré dès à présent en cas de succès de l'Offre peut lui permettre d'accélérer son développement.
- A ses actionnaires, porteurs d'OCEANES et de BSA CS4 et CS5 d'accéder en tout ou partie à la liquidité immédiate.

L'Offre sur les actions est conditionnée à l'atteinte du seuil des deux tiers des droits de vote par l'initiateur. Dans cette hypothèse, et en cas de réalisation de l'augmentation de capital à hauteur de l'ensemble des OCEANES, permettant la restructuration financière de THEOLIA, l'initiateur atteindrait un niveau de détention de l'ordre de 88% du capital, au minimum.

Dans le contexte de cette prise de contrôle, nos conclusions sont les suivantes :

- En ce qui concerne l'actionnaire de Theolia :

Le prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette haute des estimations par le DCF qui ont pu être conduites sur la base d'un Business Plan en stand-alone volontariste, lesquelles aboutissent à un prix compris entre à 0,97€ et 1,98€. Rappelons en outre que ces estimations ne prennent pas en compte d'aléa sur le refinancement de l'OCEANE, lequel doit être réalisé d'ici début 2015.

Le prix d'Offre donne en outre une prime sur le dernier cours de bourse de 51,8% à la date d'annonce de l'opération.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de 1,70 € est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire.

- En qui concerne le porteur d'OCEANE :

Nous sommes également d'avis que le prix d'Offre de 15,29 euros par OCEANE est équitable pour les porteurs d'obligations. Ce prix d'Offre dépend en outre de la nature de l'instrument et du prix de l'action.

- En qui concerne le titulaire des BSA :

De même, le prix d'Offre de 0,002 € pour chaque type de BSA est équitable, en ce qu'il dépend directement de la nature de l'instrument et du prix de l'action sous-jacente.

Fait à Paris le 7 juillet 2013

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN

Directeur Associé

Olivier PERONNET

Associé

PJ : Annexe unique

Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

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

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

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

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

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 70.000 €, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

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

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de la transaction : échange avec les conseils de la cible
 - Echange avec les conseils financier de la cible
 - Echange avec l'établissement présentateur
 - Echange avec l'initiateur
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles pointues afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la cible
- 5 - Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, incluant notamment le management package
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de THEOLIA
- 7- Revue du plan d'affaires du management et modélisation sur une plus longue période
- 8 - Analyse du cours de bourse :

- Analyse du flottant et de la liquidité
- Analyse de l'évolution du cours
- 9** - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs
- 10** - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers (mise en œuvre mais non retenu à titre principal)
 - Transactions comparables (mise en œuvre mais non retenu à titre principal)
 - Référence aux objectifs de cours (mise en œuvre mais non retenu à titre principal)
- 11** - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société
- 12** - Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
- 13** - Revue indépendante
- 14** - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude :

29 mai 2013	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le conseil d'administration de THEOLIA
30 mai 2013	Prise de connaissance du projet d'Offre « <i>non binding</i> » et rédaction d'un projet de lettre de mission sur cette base
Semaine du 3 juin	Collecte de l'information publique disponible Recherche des transactions comparables à partir de la base de données Epsilon notamment Identification et collecte de données sur les comparables boursiers Réunion de travail avec CREDIT SUISSE sur leur approche de la valeur Présentation du plan d'affaire à 3 ans par la direction de THEOLIA
Semaine du 10 juin	Consultation de la documentation juridique concernant TUIC et BREEZE II ENERGY Entretiens téléphoniques avec la direction de THEOLIA sur le plan d'affaires (en complément de la réunion la semaine précédente) et les perspectives à plus long terme
Semaine du 17 juin	Modélisation du plan d'affaires à long terme à partir du plan d'affaires du management Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions THEOLIA
Semaine du 24 juin	Réunion de présentation par Crédit Suisse de son approche d'évaluation définitive des actions THEOLIA Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des OCEANES THEOLIA
Semaine du 1 ^{er} juillet	Prise de connaissance de l'offre définitive reçue le 1 ^{er} juillet 2013, ainsi que du draft « Memorandum of Understanding » indexée à cette dernière Rédaction de la lettre de mission définitive sur cette base Réunion de présentation par la SOCIETE GENERALE de son évaluation ayant conduit au prix de l'Offre, en présence de MACQUARIE Echanges téléphoniques avec la Société Générale sur les hypothèses retenues Finalisation de notre approche multicritère des actions et des OCEANES et

	évaluation des BSA selon un modèle Black and Scholes Prise de connaissance détaillée de la note d'information Rédaction de l'attestation d'équité. Préparation de la lettre d'affirmation
5 juillet	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
7 juillet	Présentation de notre rapport au Conseil d'administration de THEOLIA

Liste des personnes rencontrées ou contactées :

Société THEOLIA :

- M. Fady KHALLOUF, Directeur Général
- Mme Elodie FIORINI, Responsable communication et relations Investisseurs

Banque Conseil de THEOLIA (CREDIT SUISSE) :

- M. Fady LAHAME, Managing Director
- M. Antoine D'ENGREMONT, Vice President
- M. Pierre BOSCHIN, Associate
- M. Frédéric PAYET, Analyst

Avocats de THEOLIA (HERBERT SMITH FREEHILLS) :

- M. Hubert SEGAIN, Avocat - associé
- M. Christopher THERIS, Avocat

Groupe initiateur (MACQUARIE) :

- M. Bruno ANGLES, Président MIRA France
- M. David TILSTONE Managing Director MIRA France

Banque Présentatrice (Société Générale) :

- M. Julien DECONINCK, Director
- M. Alexandre COURBON, Director
- M. Goekhan GOEKDAS, Vice-Président
- M. Guillaume ESTEVE, Vice-Président
- M. Benjamin FILOU (évaluation BSA)
- Mme Farah MEROUE

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société THEOLIA :

- Business Plan 2013-2015 ;
- Mise en place d'une Dataroom commune contenant notamment :
 - des informations opérationnelles et financières sur les parcs installés ;
 - les contrats d'emprunts adossés aux parcs éoliens ;
 - les méthodes d'amortissements appliquées par le Groupe ;
 - les reports déficitaires de l'ensemble des entités du Groupe ;
 - des informations sur les litiges en cours ;
 - le détail du portefeuille de projets et des coûts engagés par la Société au 31 décembre 2012
- Prise de connaissance des contrats TUIC et Breeze Two Energy ;

- Document de référence au 31 décembre 2012 de la société THEOLIA ;
- Documentation relative à la restructuration des OCEANES (termes et conditions) ainsi qu'à l'augmentation de capital (autorisation donnée lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 19 mars 2010), intervenues au cours de l'année 2010 ;
- Eléments de valorisation établis par la banque conseil de la Société ;
- Eléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par la banque présentatrice.

Informations de marché :

- Communication financière de THEOLIA sur les exercices 2010, 2011 et 2012 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : DATASTREAM ; THOMSON REUTERS, NYSE EURONEXT ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : DATASTREAM, EPSILON RESEARCH.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (associé) et Lucas ROBIN (Directeur associé), ont été assistés de Maxime ROGEON et d'Ismail CHEIKH LAHLOU.

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

9.3 Addendum au rapport de l'expert indépendant

A la demande de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), nous avons établi le présent addendum à l'attestation d'équité établie en date du 7 juillet 2013, afin d'apporter des précisions sur les points suivants.

1. Précisions sur le *management package* du Directeur Général (page 8 de l'attestation d'équité)

1.1. Accords de liquidité concernant les Actions Gratuites de Monsieur Fady Khallouf

Concernant les Actions Gratuites du Directeur en cours d'attribution, nous indiquons en page 8 de l'attestation d'équité que :

« Monsieur FADY KHALLOUF s'engage à conserver l'ensemble des actions gratuites en cours d'attribution qui lui seraient définitivement attribuées (soit un maximum de 900.000 actions) pendant une période de 5 ans à compter de la date de règlement livraison de l'Offre ».

L'article 1.3.4. du projet de note d'information déposé le 8 juillet 2013 auprès de l'AMF précise que :

« Monsieur Fady Khallouf sera tenu de conserver l'ensemble des Actions Gratuites en Période d'Attribution qui lui ont été ou viendraient à lui être définitivement attribuées (soit au maximum 900.000 Actions) pendant une période d'incessibilité courant jusqu'au cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre. Les Actions Gratuites en Période d'Attribution dont Monsieur Fady Khallouf bénéficie, feront l'objet d'un contrat de liquidité comportant les mêmes modalités (notamment de valorisation à la valeur de marché) que le contrat de liquidité proposé par l'Initiateur aux autres détenteurs d'Actions Gratuites, ce contrat étant exerçable à compter du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre » (soulignement par nos soins).

Dans ce cadre et par référence au contrat de liquidité proposé aux autres détenteurs d'Actions Gratuites, les modalités d'accès à la liquidité sont présentées à l'article 1.3.3. du projet de note d'information :

« Ce contrat de liquidité comporterait une promesse de vente consentie par les titulaires des BSA encore exerçables, des Actions Gratuites et des Options, ou les actionnaires concernés, au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier pendant 90 jours à compter de la date à laquelle les périodes d'incessibilité et d'indisponibilité fiscale des actions visées ci-dessus, selon le cas, auront expiré, suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires des BSA encore exerçables, des Actions Gratuites et des Options, ou les actionnaires concernés, exerçable pendant 180 jours à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente.

Le prix des promesses de vente et d'achat sera déterminé sur la base de méthodes de valorisation cohérentes avec celles utilisées pour déterminer le prix des Actions dans le cadre de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire. »

Monsieur Fady KHALLOUF bénéficie donc, après un délai de conservation de 5 ans, de la liquidité de ses Actions Gratuites à des conditions de prix similaires à celles qui seront consenties aux autres détenteurs d'Actions Gratuites, à savoir leur valeur de marché calculée selon une approche cohérente avec celle retenue dans le cadre de l'Offre. Cette modalité n'appelle pas de remarque de notre part.

1.2. Modalités de détermination du prix des actions de préférence MEIF 4 AX HOLDINGS SAS souscrites par Monsieur Fady Khallouf

Nous indiquons dans l'attestation d'équité que :

« Monsieur FADY KHALLOUF se verra offrir la possibilité de souscrire à des actions de préférence de l'initiateur pour un montant de 620.000 euros. Ces actions devront être conservées pendant une période de 5 ans à compter de la date de règlement livraison de l'Offre ».

Le dernier projet de note d'information précise :

« Monsieur Fady Khallouf se verra par ailleurs offrir la possibilité de souscrire au pair, soit sur des bases de valorisation identiques à celles de l'actionnaire unique de l'Initiateur, par versement en numéraire, à des actions de préférence de l'Initiateur, pour un montant de 620.000 euros, représentant moins de 1% du capital de l'Initiateur. L'Initiateur n'ayant pas vocation à investir dans d'autres actifs que les valeurs mobilières émises par Theolia, l'évolution de la valeur des actions de préférence sera directement corrélée à celle des valeurs mobilières de Theolia détenues par l'Initiateur. Aucune garantie de valeur des actions de préférence n'est offerte à Monsieur Fady Khallouf. Plus précisément, la valeur des actions de préférence souscrites par Monsieur Fady Khallouf est susceptible de varier à la hausse ou à la baisse (par application au multiple de l'Initiateur d'un coefficient multiplicateur complémentaire compris entre 0,9 (cas de sous performance) et 4,32 (cas maximum)). Ainsi, dans le cas où le retour sur investissement est inférieur à un seuil défini, Monsieur Fady Khallouf est pénalisé par l'application d'un coefficient multiplicateur inférieur à 1,0 à la valeur de ses actions de préférence. Le niveau de retour sur investissement réalisé par l'Initiateur sera calculé à la date du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre. La valeur définitive de ses actions de préférence résultera de la valorisation des valeurs mobilières de Theolia détenues par l'Initiateur à la date du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'offre, ladite valorisation ayant vocation à être réalisée en utilisant une méthode de valorisation de Theolia de type « DCF » cohérente avec celle de l'Offre. Ces actions de préférence seront incessibles jusqu'au cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre et feront l'objet d'un contrat de liquidité avec l'actionnaire unique de l'Initiateur exerçable à compter du cinquième anniversaire de la date de règlement livraison de l'Offre (étant précisé que ce contrat de liquidité sera exerçable par Monsieur Fady Khallouf avant cette échéance en cas de changement de contrôle de Theolia ou de l'Initiateur). En l'absence d'exercice du contrat de liquidité à son échéance, et si un cas subséquent de cession directe ou indirecte entraîne un changement de contrôle de l'Initiateur ou de la Société, Monsieur Fady Khallouf bénéficiera, d'un droit de cession conjointe total de ses actions de préférence au tiers acquéreur, et MEIF 4 Luxembourg AX Holdings S.à r.l. bénéficiera d'un droit de cession forcée sur les actions de préférence de Monsieur Fady Khallouf.. »

En préambule, il convient de rappeler que Monsieur Fady KHALLOUF a pris l'engagement d'apporter à l'Offre l'intégralité de ses titres THEOLIA, c'est-à-dire de les céder.

De surcroit, la possibilité de souscrire à des actions de préférence de l'Initiateur porte sur un montant nettement plus élevé (620.000 €) que le produit de cession de ses actions dans le cadre de l'Offre (255.000 €). En effet, Monsieur Fady KHALLOUF détient actuellement 0,23 % du capital de la société et pourra détenir 0,86 % de celui de l'Initiateur, ce qui correspond par transparence à une détention indirecte de la Société comprise entre 0,73 % et 0,86 % en cas de succès de l'Offre.

Le prix de souscription des actions de préférence est identique à celui des actions ordinaires, à savoir une souscription au pair. En l'absence d'autre investissement chez l'Initiateur que les titres objets de l'Offre, ce prix de souscription correspond donc par transparence au prix d'Offre, c'est-à-dire un prix

qui intègre le potentiel de développement du portefeuille de projets de la Société, ainsi que cela ressort de notre rapport du 7 juillet 2013.

Par rapport aux actions ordinaires, les actions de préférence organisent la rétrocession à leur titulaire d'une partie de la plus-value en cas de surperformance au-delà du TRI cible, mais au cas d'espèce, on doit noter également, qu'en cas de sous-performance, les actions de préférence se trouvent pénalisées par rapport aux actions ordinaires, en raison de l'application d'une décote (coefficient multiplicateur inférieur à 1).

Dans ces conditions, le titulaire d'actions de préférence supporte le risque de perte ou de gain lié à son investissement en étant de plus pénalisé si le TRI cible de l'Initiateur n'est pas atteint, et favorisé dans le cas contraire.

Par référence à d'autres formes *d'incentive*, et en particulier à des BSA, le *manager* doit réaliser un investissement nettement plus élevé (avec un prix unitaire identique à celui de l'Initiateur), sans bénéficier d'aucune garantie de prix, ni liquidité de son investissement pendant la période de *lock-up* de 5 ans, sauf cas de changement de contrôle ou de cession.

Sur la base de notre évaluation selon la méthode DCF, laquelle aboutit dans une fourchette de 0,97 € à 1,98 € par action, la situation du titulaire d'actions de préférence sera la suivante :

- Dans l'hypothèse basse, il perdra 49 % de son investissement ;
- Dans l'hypothèse haute, il devrait réaliser une plus-value de l'ordre de 5 %.

Nous avons par ailleurs, pris connaissance des projections de valeur des actions de préférence au terme des 5 ans effectuées par la banque présentatrice sur la base du business plan de l'Initiateur qui montrent également que, selon les hypothèses considérées, Monsieur Fady KHALLOUF peut être gagnant ou perdant, en fonction de la performance de l'investissement. Le scénario central examiné fait apparaître un gain limité (de l'ordre de 14%) au terme des 5 ans.

Les résultats de chacune de ces analyses, effectuées par rapport à la valeur de la Société, encadrent le prix de souscription de 1 € des actions de préférence.

De manière complémentaire, nous avons procédé à l'évaluation des actions de préférence selon la méthode de Monte Carlo appliquée aux données de marché du sous-jacent, à savoir l'action THEOLIA. Selon cette approche, la valeur financière de l'action de préférence apparaît inférieure à son prix de souscription.

Dès lors, nous considérons que ce mécanisme ne s'analyse pas comme un complément de prix constitutif d'un traitement favorable remettant en cause l'équité du prix d'Offre.

2. Comparaison du prix d'Offre des actions avec l'actif net comptable (page 18 de l'attestation d'équité)

Il existe, notamment au regard des comptes consolidés au 31 décembre 2011 et 2012, un écart significatif entre l'actif net comptable consolidé (ci-après « ANC ») et le cours de bourse.

	Clôture au 31/12/2011		Clôture au 31/12/2012	
	Plus haut	Plus bas	Plus haut	Plus bas
Cours extrêmes des 12 mois suivant la clôture*	2,40	1,15	1,65	1,12
ANC consolidé par action dilué		3,05		2,56
Prix d'Offre		1,70		1,70

* Jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre, soit le 5 juillet 2013, pour ce qui concerne la référence à la clôture au 31/12/2012

Le prix d'Offre (1,70 €) réduit l'écart par rapport au cours de bourse (1,12 € le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre) L'écart tel que nous avons pu l'identifier provient essentiellement de la différence d'appréciation entre les valeurs retenues par application des conventions comptables et les valorisations financières conduites par les différents évaluateurs.

A ce titre, nous avons pu identifier les éléments suivants pour expliquer cet écart :

	Valeur comptable au 31/12/2012 (en M€)	Valeur retenue (en M€)	Ecart (en M€)*	Ecart (en €/action)
Valeur de la dette OCEANE	109,30	127,90	(18,60)	(0,29)
Trésorerie bloquée	41,20	22,70	(18,50)	(0,29)
Titres Ecolutions	5,60	2,80	(2,80)	(0,04)
Total des écarts identifiés	NA	NA	(39,90)	(0,62)

* Le sens de l'écart correspond à l'impact d'un passage de l'actif net comptable à la dette nette déterminée pour les évaluations

En ce qui concerne les 2 principaux écarts identifiés, on peut noter que :

- en application des règles comptables applicables, la dette OCEANE a été comptabilisée par référence aux taux de marché de l'époque, indépendamment de sa valeur nominale ou de remboursement anticipé, tandis que dans notre évaluation cette dette figure pour la valeur à laquelle la Société devra la rembourser dans un avenir proche ;
- la trésorerie bloquée figure dans les comptes pour sa valeur nominale ; dans notre évaluation, cette trésorerie vient augmenter les cash flows au fur et à mesure qu'elle devient disponible pour la Société.

Dans ce contexte, le prix d'Offre fait apparaître un écart avec l'actif net comptable consolidé moins élevé que celui observé par rapport au cours de bourse, étant rappelé que l'actif net comptable ne constitue pas une méthode d'évaluation.

3. Test de sensibilité du DCF avec une hypothèse de vent P90 (page 26 de l'attestation d'équité)

Dans le cadre de l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie, nous présentons en page 26 de l'attestation d'équité, la sensibilité de la valeur par action de la société THEOLIA à une variation combinée du taux d'actualisation (de 9,76% à 10,26%) et des hypothèses de vent (P50 et P75).

De manière complémentaire, nous présentons également le résultat des calculs d'évaluation avec une hypothèse de vent P90 :

		Hypothèses de vent		
		P50	P75	P90
Taux d'actualisation	9,76%	1,79	1,16	0,65
	10,01%	1,68	1,07	0,56
	10,26%	1,58	0,97	0,48

4. Erratum sur les objectifs de cours des analystes (page 30 de l'attestation d'équité)

Le tableau synthétisant les objectifs de cours des analystes comporte une erreur matérielle concernant le dernier objectif de cours IdMidCaps et l'objectif de cours Macquarie Research diffère selon les bases de données financières interrogées. Le tableau corrigé se présente de la manière suivante :

Date	Analyste	Objectif de cours (€)
23/07/2012	Macquarie	1,50* / 3,00**
28/01/2013	IdMidCaps	2,85
17/04/2013	Arkeon Finance	3,20
17/04/2013	Kepler	2,40
25/04/2013	Invest Securities	1,65

* Source : Thomson Reuters au 05/07/2013

** Source : Bloomberg au 03/07/2013

Dans la mesure où nous nous référons à la seule analyse détaillée et motivée, à savoir celle de Kepler, la correction de cette erreur matérielle demeure sans incidence sur notre appréciation du caractère équitable des prix d'Offre au plan financier.

5. Missions d'expertise indépendante récemment réalisées par Finexsi

Enfin, concernant les opérations récentes sur lesquelles Finexsi est intervenu, nous précisons que nous sommes intervenus sur le dossier Hologram Industries en qualité d'expert indépendant au sens de l'article 261 1 du Règlement AMF.

Fait à Paris le 18 juillet 2013

Finexsi Expert & Conseil Financier

Lucas ROBIN

Directeur Associé

Olivier PERONNET

Associé

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Theolia ont été déposées auprès de l'AMF. En application de l'article 231-28

du règlement général de l'AMF, elles sont disponibles sur les sites Internet de Theolia (www.theolia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenues sans frais auprès de Theolia.

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

M. Fady Khallouf
Directeur général de Theolia