

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS À OPTION DE CONVERSION ET / OU D'ÉCHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANE) DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR

La société BG SELECT INVESTMENTS (IRELAND) LIMITED

Agissant de concert avec BG Master Fund ICAV, BG Long Term Value, Boussard & Gavaudan SICAV, Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik

PRESENTEE PAR



ODDO & CIE

NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ FUTUREN



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° 16-349 en date du 26 juillet 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société FUTUREN et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, 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 FUTUREN (www.futuren-group.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

FUTUREN

6, rue Christophe Colomb
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société FUTUREN seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique 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 conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	6
2.1	Constitution d'une action de concert par la conclusion d'un Pacte d'Actionnaires en date du 3 juin 2016	6
2.2	Déclarations de franchissement de seuils.....	7
2.3	Acquisition de titres au cours de la période d'Offre.....	7
2.4	Motifs de l'Offre	8
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN	8
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN	13
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE	14
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	14
6.1	Pacte d'Actionnaires	14
6.1.1	Règles applicables en matière de gouvernance	14
6.1.2	Règles applicables en matière de transfert de titres.....	15
6.1.3	Durée du Pacte d'Actionnaires	16
6.2	Acquisition des actions résultant de l'exercice des BSA.....	16
6.3	Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société	16
6.4	Autres accords dont la Société a connaissance	16
7.	ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	16
7.1	Structure et repartition du capital	16
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce	17
7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions.....	17
7.2.2	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce	17
7.3	Participations directes et indirectes représentant plus de 5 % du capital et des droits de vote de FUTUREN.....	17
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	18
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	18
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... ..	18
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de FUTUREN	18
7.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	18
7.8.1	Délégations et autorisations financières accordées par l'Assemblée générale des actionnaires	18
7.8.2	Plans d'Actions Gratuites octroyés par la Société	19
7.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société	21
7.9.1	Option de rachat anticipé au gré des porteurs d'OCEANE en cas de Changement de Contrôle.....	21

7.9.2	Ajustement du ratio d'attribution d'Actions des OCEANE en période d'offre publique.....	21
7.10	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Directeur Général de FUTUREN 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	22
8.	INFORMATIONS SUR LES TENDANCES	22
9.	POLITIQUE DE DISTRIBUTION	22
10.	AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE	23
11.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	23
11.1	Désignation de l'expert indépendant.....	23
11.2	Rapport et Addendum de l'expert indépendant.....	23
12.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	89
13.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	89

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **RG AMF** »), Oddo & Cie, agissant pour le compte de la société BG Select Investments (Ireland) Limited, société à responsabilité limitée de droit irlandais, dont le siège social est situé Beaux Lane House, Mercer Street Lower, Dublin 2, Irlande, immatriculée sous le numéro 551976 (ci-après « **BGSI** » ou l'« **Initiateur** ») agissant de concert avec (i) BG Master Fund ICAV (« **BGF** »), BG Long Term Value (« **BGLT** ») et Boussard & Gavaudan SICAV (pour le compte de ses compartiments Boussard & Gavaudan Absolute Return (« **BGAR** ») et Boussard & Gavaudan Convertible (« **BGC** »)) (ci-après, ensemble dénommés avec BGSI, « **Boussard & Gavaudan** » ou « **BG** ») et (ii) Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik (étant ci-après ensemble dénommés avec BG, le « **Concert** »), a déposé auprès de l'AMF une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), dont les modalités sont décrites dans la note d'information de l'Initiateur ayant reçu le visa de l'AMF n°16-348 le 26 juillet 2016 (la « **Note d'Information** »), portant sur les titres de la société FUTUREN, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 22.290.336,60 euros, dont le siège social est sis 6, rue Christophe Colomb, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 423 127 281 (« **FUTUREN** » ou la « **Société** »).

Les actions (« **Actions** ») et les obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANE** ») émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris, respectivement sous les codes ISIN FR0011284991 (mnémonique « **FTRN** ») et FR0010532739 (mnémonique « **YFTRN** »).

Aux termes de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux autres actionnaires et porteurs d'OCEANE de la Société, à acquérir la totalité de leurs Actions au prix de 0,70 euro par Action et la totalité de leurs OCEANE au prix de 8,07 euros par OCEANE (coupon attaché)¹. Il est rappelé que la Société avait réalisé en décembre 2014 une augmentation de capital par émission d'actions assorties de bons de souscription d'actions (« **BSA** ») réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription. La date limite d'exercice des BSA était fixée au 9 juin 2016. Dans la mesure où les 6.690.979 BSA non exercés sont devenus caducs le 9 juin 2016, ils ne peuvent pas être rachetés dans le cadre de l'Offre. La Note d'Information indique que l'Offre résulte de :

- i. la constitution d'une action de concert (au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce) entre BGF, BGSI, BGLT, BGC, BGAR², Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik du fait de la signature d'un pacte d'actionnaires concertant conclu le 3 juin 2016 (le « **Pacte d'Actionnaires** ») ; et
- ii. l'exercice, le 3 juin 2016, par le Concert des BSA qu'il détenait.

A la connaissance de la Société, au 25 juillet 2016³ :

- L'Initiateur détient 70.379.984 Actions, soit 31,57 % du capital et 30,61 % des droits de vote, ainsi que 5.722.274 OCEANE ;

¹ Le prix d'Offre par OCEANE est de 8,07 euros après détachement du coupon de 0,23 euro par OCEANE payé le 1^{er} juillet 2016. Le prix offert par OCEANE avant détachement du coupon du premier semestre 2016 était de 8,30 euros (coupon attaché).

² La participation détenue par BGLT (BGLT étant un OPCVM dont la société de gestion est Boussard & Gavaudan Gestion) dans la Société était jusqu'à cette date considérée comme désagrégée des participations détenues par d'autres fonds gérés par une autre entité du groupe Boussard & Gavaudan (ces sociétés de gestion gérant les différents fonds de manière indépendante et en totale autonomie) conformément à la déclaration de franchissement de seuil adressée par les fonds Boussard & Gavaudan les 10 et 11 décembre 2014 dans le cadre de la souscription par BGF et Boussard & Gavaudan Holding Limited (BGHL) à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription réalisée par FUTUREN (D&I AMF 214C2611). Dans le cadre de l'exercice des BSA par BGF et de la constitution du Concert, BGAR, BGC et BGLT ont décidé de faire partie du Concert dans le cadre de l'offre publique lancée par BGSI et il a été décidé de mettre fin à cette désagrégation (AMF D&I 216C1339).

³ Les pourcentages de détention en capital et en droits de vote sont basés sur un nombre total de 222.903.366 Actions représentant 229.948.952 droits de vote au 30 juin 2016 (communiqué de presse de la Société en date du 1^{er} juillet 2016).

- BGLT détient 10.787.466 Actions, soit 4,84 % du capital et 4,69 % des droits de vote ;
- BGAR détient 1.500.000 Actions, soit 0,67 % du capital et 0,65 % des droits de vote ;
- BGC détient 54.900 OCEANE ;
- Monsieur Pierre Salik détient 25.314.601 Actions, soit 11,36 % du capital et 12,13⁴ % des droits de vote ;
- Monsieur Michel Meeus détient 12.518.419 Actions, soit 5,62 % du capital et 6,53 % des droits de vote⁵ ;
- Madame Brigitte Salik détient 7.228.640 Actions, soit 3,24 % du capital et 3,91 % des droits de vote.

Dans ces conditions, le Concert détient un total de 127.729.110 Actions représentant 57,30 % du capital et 58,52 % des droits de vote de la Société (BG détenant 37,09 % du capital et 35,95 % des droits de vote théoriques) et 5.777.174 OCEANE représentant 70,27 % des OCEANE en circulation.

Il est rappelé qu'à la date du dépôt du projet d'Offre de l'Initiateur auprès de l'AMF le 6 juin 2016, l'Initiateur indique dans la Note d'Information que le Concert détenait un total de 118.800.256 Actions représentant 53,30 % du capital et 54,63 % des droits de vote de la Société (BG détenant 33,08 % du capital et 32,07 % des droits de vote théoriques) et 4.729.697 OCEANE représentant 57,5 % des OCEANE en circulation⁶.

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du RG AMF.

Conformément à l'article 231-6 du RG AMF, l'Offre porte sur la totalité⁷ :

- des Actions existantes et non détenues par le Concert, en excluant les 4.675.074 Actions attribuées gratuitement correspondant à 3.875.737 Actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ainsi que 799.337 Actions attribuées gratuitement dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre, soit 94.374.919 Actions ;
- des Actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANE non détenues par BG préalablement à la clôture de l'Offre, représentant au maximum 26.350.014⁸ Actions ;
- des OCEANE non détenues par BG, soit, un nombre maximal de 2.444.116 OCEANE.

Comme indiqué ci-dessus, les 6.690.979 BSA sont devenus caducs le 9 juin 2016, soit antérieurement à la date d'ouverture de l'Offre. En conséquence, ils ne seront pas rachetés dans le cadre de l'Offre.

La situation des titulaires d'Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 de la présente note en réponse) est plus précisément décrite au paragraphe 7.8.2 ci-après.

⁴ Il est rappelé qu'à la suite d'un retard de déclaration de franchissement de seuil (cf. 214C2662 en date du 17 décembre 2014), 1.512.160 Actions sont privées de droit de vote jusqu'au 17 décembre 2016. En outre, l'Initiateur indique dans la Note d'Information que 545.008 Actions appartenant à Pierre Salik sont également privées de droit de vote.

⁵ Dont 3.888.172 Actions données en garantie à Monsieur Pierre Salik comme indiqué dans la Note d'Information.

⁶ La Note d'Information indique que les pourcentages de détention en capital et en droits de vote sont basés sur un nombre total de 222.902.852 Actions (communiqué de presse de la Société en date du 16 juin 2016) représentant 229.948.822 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF (soit 193.457.658 droits de vote théoriques au 31 mai 2016, sur la base du communiqué de la Société en date du 1^{er} juin 2016, augmentés d'un nombre de 36.491.164 droits de vote théoriques résultant de la différence entre le nombre total d'actions créées sur exercice des BSA et le nombre d'actions déjà créées par exercice des BSA au 31 mai 2016).

⁷ Sur la base d'un nombre total de 222.903.366 Actions représentant 229.948.952 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF (communiqué de presse en date du 1^{er} juillet 2016).

⁸ Conformément aux modalités du Contrat d'Émission Modifié (tel que défini au paragraphe 7.9 de la présente note en réponse) des OCEANE, les OCEANE font l'objet d'un ajustement temporaire en période d'offre publique visant les titres de la Société. Dans le cadre de l'Offre, le ratio d'attribution d'Actions des OCEANE sera ainsi porté de 9,222 par OCEANE à 10,781 Actions par OCEANE à compter du premier jour d'ouverture de l'Offre et jusqu'au quinzième jour ouvré suivant la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Pour plus d'information sur ce mécanisme d'ajustement, voir paragraphe 7.9 de la présente note en réponse. Le chiffre communiqué de 26.350.014 prend déjà en compte cet ajustement temporaire.

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 OCEANE et les Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 de la présente note en réponse).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RG AMF, l'Offre est présentée par Oddo & Cie, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RG AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Constitution d'une action de concert par la conclusion d'un Pacte d'Actionnaires en date du 3 juin 2016

Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik agissent de concert depuis janvier 2010 (Document AMF n°210C0118 du 29 janvier 2010 et Document AMF n°210C0244 du 15 mars 2010).

Selon la Note d'Information, BGSi est une filiale détenue à 100 % par BGF et s'est vue transférer (préalablement à l'exercice des BSA par les membres du Concert) la totalité de la participation de BGF (à savoir 46.110.985 Actions, 45.975.990 BSA et 4.674.797 OCEANE, à l'exception des 14.815 *Contracts For Difference* (dont BGF a demandé le dénouement physique et obtenu la livraison des Actions sous-jacentes afin de les transférer à BGSi)). BGF est devenu actionnaire de la Société en décembre 2014 à l'occasion de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription de la Société réalisée par émission d'actions nouvelles assorties de BSA. BGLT, agissant, jusqu'à la date de conclusion du Pacte d'Actionnaires, de manière indépendante de BGF et conservant une totale autonomie de gestion, détient également une participation dans la Société⁹ (voir paragraphe 1 ci-dessus de la présente note en réponse).

Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus, Madame Brigitte Salik, BGSi et BGLT détenaient des BSA dont la période d'exercice s'achevait au 9 juin 2016.

Les membres du Concert ont conclu le 3 juin 2016 le Pacte d'Actionnaires, constitutif d'une action de concert, entré en vigueur le même jour et ont exercé le 3 juin 2016 la totalité des 78.415.975 BSA qu'ils détenaient. Ces transactions ont été portées à la connaissance du public le 3 juin 2016 après bourse par la diffusion d'un communiqué de presse de BG. FUTUREN a pris acte de ces informations et a publié un communiqué de presse le 6 juin 2016.

La Note d'Information indique que l'objectif commun des membres du Concert est de constituer un bloc de contrôle majoritaire dans la Société en vue de mettre en œuvre une politique commune en s'appuyant sur le management actuel de la Société, puis, dans le cadre de l'Offre, renforcer la participation de ce bloc au capital de la Société. Il est également indiqué par l'Initiateur que la poursuite de la création de valeur actionnariale, notamment dans la perspective d'une cession de contrôle dans le délai le plus approprié, fait également partie des objectifs du Concert.

⁹ La participation détenue par BGLT (BGLT étant un OPCVM dont la société de gestion est Boussard & Gavaudan Gestion) dans la Société était jusqu'à cette date considérée comme désagrégée des participations détenues par d'autres fonds gérés par une autre entité du groupe Boussard & Gavaudan (ces sociétés de gestion gérant les différents fonds de manière indépendante et en totale autonomie) conformément à la déclaration de franchissement de seuil adressée par les fonds Boussard & Gavaudan les 10 et 11 décembre 2014 dans le cadre de la souscription par BGF et Boussard & Gavaudan Holding Limited (BGHL) à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription réalisée par FUTUREN (D&I AMF 214C2611). Dans le cadre de l'exercice des BSA par BGF et de la constitution du Concert, BGAR, BGC et BGLT ont décidé de faire partie du Concert dans le cadre de l'offre publique lancée par BGSi et il a été décidé de mettre fin à cette désagrégation (AMF D&I 216C1339).

2.2 Déclarations de franchissement de seuils

En application des dispositions des articles 223-14 du RG AMF et L.233-7 du Code de commerce, le Concert a déclaré, par courriers reçus les 6, 8 et 9 juin 2016 par l'AMF, avoir franchi à la hausse le 3 juin 2016 les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société. Ces franchissements de seuils résultent (i) de la conclusion du Pacte d'Actionnaires constitutif d'une action de concert entre les membres du Concert (voir paragraphe 6.1 de la présente note en réponse) et (ii) de l'exercice, le 3 juin 2016, des BSA détenus par les membres du Concert.

Par courriers reçus les 6, 8 et 9 juin 2016 par l'AMF, BGSi a déclaré avoir franchi à la hausse le 3 juin 2016 les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et des droits de vote de la Société du fait (i) de la cession par BGF de la totalité de sa participation dans la Société à BGSi, sa filiale à 100 % et (ii) de l'exercice par BGSi de 45.975.990 BSA. Par courriers reçus les 9 et 17 juin 2016 par l'AMF, BGSi a déclaré avoir franchi à la hausse respectivement le 7 juin 2016 et le 14 juin 2016 les seuils légaux de 30 % du capital et des droits de vote de la Société du fait d'achats sur les marchés de titres de la Société par BGSi.

Par courriers reçus les 6, 8 et 9 juin 2016 par l'AMF, BG a également déclaré avoir franchi à la hausse le 3 juin 2016 les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 1/3 du capital et des droits de vote de la Société. Ces franchissements de seuils résultent (i) de la conclusion du Pacte d'Actionnaires constitutif d'une action de concert entre les membres du Concert (voir paragraphe 6.1 de la présente note en réponse) et (ii) de l'exercice au 3 juin 2016 par BG de BSA.

Par courrier reçu le 9 juin 2016 par l'AMF, Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik ont déclaré avoir franchi à la hausse le 3 juin 2016 le seuil légal de 20 % du capital. Ce franchissement de seuil résulte de l'exercice le 3 juin 2016 de BSA.

Par courrier reçu le 6 juin 2016 par l'AMF, le Concert a également fait état de la conclusion du Pacte d'Actionnaires. D'après la Note d'Information, le Pacte d'Actionnaires, qui est décrit plus en détail au paragraphe 6.1 de la présente note en réponse, prévoit, notamment, (i) les engagements des parties relativement à l'exercice des BSA et au dépôt de l'Offre, (ii) les modalités d'organisation et d'administration de la Société assurant la représentation du Concert au Conseil d'administration de la Société, (iii) un droit de cession conjointe totale en faveur de chacun des membres du Concert et les modalités d'une sortie commune des membres du Concert ainsi que (iv) la concertation préalable à certaines décisions stratégiques et à tout exercice d'un droit de vote en assemblée générale de la Société.

Ces informations ont également été portées à la connaissance de la Société dans les délais prévus par les dispositions légales et réglementaires applicables.

2.3 Acquisition de titres au cours de la période d'Offre

L'Initiateur avait indiqué, lors du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF le 6 juin 2016, qu'il se réservait la faculté, à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des titres dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RG AMF.

A la connaissance de la Société, l'Initiateur a acquis, depuis le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF le 6 juin 2016 jusqu'au 25 juillet 2016, 8.928.854 Actions et 1.047.477 OCEANE.

Les membres du Concert (autre que BG) ont la faculté d'apporter à l'Offre les Actions résultant de l'exercice des BSA qu'ils détenaient préalablement à la conclusion du Pacte d'Actionnaires constitutif d'une action de concert entre les membres du Concert, soit un nombre maximal de 8.241.460 Actions. Il est cependant indiqué, dans la Note d'Information, qu'ils n'ont pas l'intention d'exercer cette faculté et d'apporter ces 8.241.460 Actions à l'Offre.

2.4 **Motifs de l'Offre**

La Note d'Information indique que la constitution du Concert et l'Offre subséquente ont notamment pour objectif de permettre aux membres du Concert d'accroître leur participation au sein de la Société et d'offrir à celle-ci un actionnariat stable permettant de poursuivre son développement et de consolider leur participation. La Note d'Information indique également que pour les membres du Concert, la constitution d'un bloc de contrôle majoritaire est également susceptible de faciliter une cession ultérieure du contrôle de la Société.

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur (pour le compte des autres membres du Concert) par l'article 234-2 du RG AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détenait pas à la suite du franchissement à la hausse, de concert avec BGF, BGLT, BGC, BGAR, Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société du fait de l'exercice des BSA, de la mise en concert et de la signature du Pacte d'Actionnaires le 3 juin 2016 et qu'il ne détient pas au jour de la présente note en réponse.

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

Il est rappelé que conformément à la recommandation 7 du Code Middlednext auquel la Société se réfère et aux stipulations de l'article 4.5 du Règlement intérieur de la Société, tout administrateur doit informer complètement et immédiatement le Conseil d'administration de tout conflit d'intérêts réel ou potentiel qu'il pourrait avoir dans le cadre de ses fonctions d'administrateur, afin notamment de déterminer s'il doit s'abstenir des débats et/ou de voter les délibérations. Monsieur Michel Meeus, Président du Conseil d'administration de la Société, a indiqué aux membres du Conseil d'administration, lors de la réunion du 5 juin 2016, que compte tenu du Pacte d'Actionnaires, de l'exercice des BSA par le Concert et du dépôt de l'Offre, il s'abstiendrait de participer aux débats et au vote des délibérations ayant un lien direct ou indirect avec l'Offre. Lors de cette réunion, les autres administrateurs de la Société ont indiqué qu'ils ne se trouvaient pas dans une situation de conflit d'intérêts réel ou potentiel dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 5 juin 2016, a mis en place un comité d'administrateurs investi des missions décrites dans ladite recommandation et composé uniquement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** »). Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus dans le Règlement intérieur de la Société reprenant ceux du Code de gouvernement d'entreprise Middlednext auquel la Société se réfère. A la date du Conseil d'administration du 5 juin 2016, la Société comptait 3 administrateurs indépendants sur 5 administrateurs, à savoir Monsieur Thibaut de Gaudemar, Monsieur Jérôme Louvet et Madame Lilia Jolibois.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 5 juillet 2016 sur convocation de Michel Meeus à la demande du Directeur Général, conformément aux stipulations des statuts de la Société, afin d'examiner notamment le projet d'Offre et de rendre, sur recommandation du Comité des Indépendants, un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences pour la Société, ses salariés, les actionnaires et les porteurs d'OCEANE de la Société.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société, à l'exception de M. Michel Meeus pour les raisons évoquées ci-dessus, participaient à cette réunion. Cette réunion s'est tenue en présence du cabinet Sorgem Evaluation, en sa qualité d'expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité des Indépendants, lors de sa séance du 7 juin 2016.

Un extrait du procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration du 5 juillet 2016 contenant l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous.

« Le président de séance expose que le Conseil d'administration est réuni afin d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée déposé le 6 juin 2016 auprès de l'Autorité des marchés financiers sur les titres de la Société (l' « **Offre** ») par BG Select Investments (Ireland) Limited (« **BGSI** » ou l' « **Initiateur** »), agissant de concert avec (i) BG Master Fund ICAV, BG Long Term Value et Boussard & Gavaudan SICAV (pour le compte de ses compartiments Boussard & Gavaudan Absolute Return et Boussard & Gavaudan Convertible) (ci-après, ensemble dénommés avec BGSI, « **Boussard & Gavaudan** » ou « **BG** ») et (ii) Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik (étant ci-après ensemble dénommés avec BG, le « **Concert** »), en application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration constate que le dépôt de l'Offre avait été rendu obligatoire, en application de la réglementation en vigueur, du fait d'un franchissement de seuil résultant de la signature d'un pacte d'actionnaires concertant entre les membres du Concert le 3 juin 2016 et de l'exercice des BSA par les membres du Concert. Compte tenu de la nature obligatoire de l'Offre, l'Offre n'est pas subordonnée à l'atteinte de seuils ou à la réalisation de conditions particulières en matière, par exemple, d'autorisation des actionnaires.

Il rappelle qu'aux termes de l'Offre, BGSI s'engage irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux autres actionnaires et porteurs de titres de la Société, d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 0,70 euro par action et la totalité des OCEANE au prix de 8,07 euros par OCEANE (coupon attaché), étant précisé que le coupon de 0,23 euro par OCEANE relatif à la période du 1^{er} janvier 2016 au 30 juin 2016 a été payé le 1^{er} juillet 2016 et que le prix initial de 8,30 euros par OCEANE (coupon attaché) mentionné dans le projet de note d'information de l'Initiateur relatif à l'Offre (le « **PNI** ») a été donc ajusté en conséquence.

Le président de séance rappelle également qu'il appartient au Conseil d'administration, en application de l'article 231-19, 4^o 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, étant précisé qu'en application des stipulations du Règlement intérieur de la Société et du Code de gouvernement d'entreprise Middlenext auquel la Société se réfère, Monsieur Michel Meeus ne prend pas part à la présente délibération et au vote de la présente décision compte tenu de sa qualité de membre du Concert.

Il est précisé qu'afin de détenir toutes les informations nécessaires permettant aux administrateurs d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et autres détenteurs de titres et ses salariés, les documents essentiels en lien avec l'Offre et listés ci-dessous leur ont été communiqués préalablement à la présente réunion, à savoir :

- le PNI comportant, entre autres, les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'Offre et les titres visés ;
- le projet de note en réponse de la Société ; et
- le rapport de l'expert indépendant désigné par la Société.

Le président de séance rappelle à cet égard que, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et notamment de l'article 261-1 I, 1^o, 2^o et 5^o du règlement général de l'AMF, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guerineau, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil, sur recommandation du Comité des Indépendants, lors de sa réunion du 7 juin 2016 (l'« **Expert Indépendant** »). La mission de l'Expert Indépendant porte 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.

Après avoir entendu le compte rendu des travaux du Comité des Indépendants, le Conseil d'administration examine ensuite les conditions de l'Offre telles que décrites dans le PNI, et plus précisément l'impact de l'Offre sur la Société, ses salariés et ses actionnaires ainsi que les autres porteurs de titres.

- Sur les conséquences pour la Société

Le Conseil d'administration constate que l'Offre a permis, du fait de l'exercice des BSA par les membres du Concert, d'apporter 15,7 millions de fonds propres à la Société et vont lui donner la possibilité d'accélérer son développement.

Il est également constaté, selon le PNI, que l'intention de l'Initiateur, ensemble avec les autres membres du Concert, est de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le Conseil d'administration et le management actuel de la Société et qu'il entend continuer à s'appuyer sur ses compétences. La stratégie de la Société, qui a été redéfinie depuis 2010 et qui a permis de réaliser en 2015, pour la première fois depuis la constitution de la Société, un résultat bénéficiaire résultant de l'activité opérationnelle de la Société, pourra donc être poursuivie.

A cet égard, les éléments figurant dans le PNI confirmant le soutien de l'Initiateur et des membres du Concert à la stratégie et au management de la Société sont mentionnés ci-dessous :

- en matière de stratégie et de politique industrielle, commerciale et financière, il est dans l'intention de l'Initiateur, ensemble avec les autres membres du Concert, de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le Conseil d'administration et le management actuel de la Société. L'Initiateur indique que, de manière générale, le Concert considère que l'Offre favorisera le développement de la Société et n'aura pas incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;
- l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion-absorption de la Société ; et
- l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre, ni de demander à Euronext Paris la radiation de la cote des actions de la Société.

Le Conseil d'administration constate que l'Initiateur souhaite que le Concert obtienne un siège supplémentaire au Conseil d'administration. Le Conseil d'administration considère que cette demande apparaît légitime au regard de la participation significative de l'Initiateur et du Concert dans la Société. Compte tenu de leur soutien à la stratégie mise en œuvre par la Société, les travaux futurs du Conseil d'administration devraient s'inscrire dans la continuité des travaux actuels.

Il est ensuite constaté que l'Initiateur a l'intention de promouvoir une politique de distribution de dividendes de la Société, à l'issue de l'Offre, conforme à la capacité de distribution de la Société et à ses besoins de financement, sans que cela soit un engagement de la part de l'Initiateur ni sur le principe ni sur la quotité d'une distribution future de dividendes. Il convient de rappeler que conformément au contrat d'émission modifié des OCEANE (article 4.6.4), la Société ne pourra pas réaliser de distributions avant d'avoir procédé aux remboursements partiels du 1^{er} janvier 2017 et du 1^{er} janvier 2018. Par ailleurs, à compter du 1^{er} janvier 2018, et après réalisation du versement susmentionné aux porteurs d'OCEANE, la Société ne pourra, tant que l'ensemble des OCEANE n'auront pas été converties, rachetées, échangées ou amorties, et au plus tard jusqu'au 1^{er} janvier 2020, procéder à des distributions d'un montant supérieur à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé.

Il est enfin constaté que l'un des motifs de l'Offre, tel qu'indiqué dans le PNI, est d'offrir à la Société un actionnariat stable lui permettant de poursuivre son développement et de permettre au Concert de consolider sa participation. Il est également indiqué que la constitution d'un bloc de contrôle majoritaire est également susceptible de faciliter une cession ultérieure du contrôle de la Société. Le Conseil d'administration indique que les

procédures habituelles de suivi de toute évolution dans la répartition du capital de la Société seront poursuivies.

- Sur les conséquences pour les salariés

Le Conseil d'administration prend acte des intentions de l'Initiateur vis-à-vis des salariés, pour les douze prochains mois, telles que présentées dans le PNI. Il est noté que l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que, de ce fait, l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique sociale de la Société.

Il est rappelé que les salariés du Groupe ont largement contribué au redressement de la Société au cours des dernières années et que le Groupe porte une attention particulière à ses collaborateurs. L'ambition de la Société est de promouvoir une politique des ressources humaines intégrée, permettant de renforcer la motivation, le développement professionnel et la responsabilisation de ses salariés. Le Conseil d'administration ainsi que le management souhaitent poursuivre cette politique dont la mise en œuvre a participé à l'obtention des résultats actuels.

Le Conseil d'administration constate toutefois que l'Initiateur n'a pas prévu de mécanisme de liquidité au profit des détenteurs d'actions gratuites qui n'auront pu être apportées à l'Offre du fait des périodes d'acquisition ou de conservation applicables. Même si la montée au capital de l'Initiateur pourrait réduire le flottant, en fonction du nombre de titres apportés à l'Offre, il est considéré que compte tenu du nombre total d'actions gratuites en période d'acquisition et de conservation, représentant environ 1,7 % du capital de la Société, la cession ultérieure des actions gratuites à l'issue de leur délai d'acquisition ou de conservation ne devrait pas être négativement affectée du fait de l'Offre.

- Sur les conséquences pour les actionnaires et les autres porteurs de titres de la Société

Aux termes du PNI, il ressort que :

- l'Initiateur propose aux détenteurs de titres de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation ;
- le prix par action proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre, soit 0,70 euro, fait apparaître une prime de 14,8 % par rapport au cours de clôture du 3 juin 2016, dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre, et de 11,1 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des 60 derniers jours précédant cette même date ;
- le prix par OCEANE proposé est supérieur à la valeur des OCEANE dans le cadre de leur remboursement anticipé en cas de changement de contrôle. En outre, il fait apparaître une prime par rapport à la valeur de conversion en période d'offre publique de 7,56 euros.

Les méthodes d'évaluation utilisées par l'Initiateur et son conseil financier, Oddo & Cie. sont ensuite examinées.

Le Conseil d'administration prend ensuite connaissance du rapport rédigé par l'Expert Indépendant et fait entrer les représentants de Sorgem Evaluation afin qu'ils exposent les principales conclusions de leurs travaux.

Les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

« Nous avons été désignés par le Conseil d'administration de FUTUREN en application de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF et plus particulièrement de ses alinéas 1 et 2 qui visent le risque de conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la Société, et 5 qui vise le cas où il existe des instruments financiers de catégorie différente.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur qui résulte de la constitution d'une action de concert et de l'exercice de bons de souscription d'actions.

- *L'Initiateur a fait part de sa volonté de poursuivre la stratégie mise en place par le conseil d'administration et de conserver à cet effet le management actuel.*
- *L'Offre est une offre facultative du point de vue des actionnaires minoritaires qui seront libres d'y répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres, l'Initiateur ayant renoncé à la possibilité de mettre en œuvre un retrait obligatoire.*
- *L'Initiateur a clairement indiqué que l'un des motifs de son Offre était de constituer un bloc de contrôle majoritaire susceptible de faciliter une cession ultérieure à laquelle les actionnaires minoritaires pourront participer s'ils convertissent leurs titres à l'issue de la présente offre.*
- *Le prix d'Offre sur les titres représente une prime de 11% à 20% sur la base de la référence au cours de bourse et une prime de 11% à 16% sur la base de la méthode des comparables boursiers.*
- *Le prix d'Offre représente en revanche une décote comprise entre 21% et 34% par rapport à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.*

Nous considérons que le prix d'Offre de 0,70 euro par action ne reflète pas la valeur fondamentale de la Société, résultant notamment de l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cependant, (i) le prix d'Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité à un prix supérieur aux comparables boursiers et au cours de Bourse et (ii) les actionnaires minoritaires, qui le souhaiteraient, peuvent conserver leurs titres pour profiter, éventuellement, d'une valorisation potentiellement plus intéressante notamment dans le cadre d'une cession ultérieure, qui constitue un objectif annoncé de l'Initiateur¹⁰. Ils auront ainsi la possibilité, même avec une liquidité réduite, de réaliser leur capital.

Nous observons que le prix d'Offre de 8,07 euros par OCEANE, coupon détaché, est équitable car il respecte le principe d'égalité de traitement des différents porteurs d'instruments financiers en se situant dans la fourchette d'estimation obtenue.

Nous considérons en conséquence que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les porteurs de titres de la Société. »

Le Conseil d'administration prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant sur le prix d'Offre par action et par OCEANE.

Un débat s'installe entre les administrateurs.

- Conclusion

Après échange de vues sur l'Offre, au vu des éléments exposés ci-dessus, le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres présents et représentés, considère que :

- *l'Offre, qui s'inscrit dans une logique de poursuite de la stratégie, de l'activité et du développement de la Société, est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés ;*
- *sur la base du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration recommande :*
 - *à chaque actionnaire de se prononcer en fonction de son profil de liquidité et de son appétence pour le risque. L'attention des actionnaires est attirée sur les éléments qu'il convient de prendre en compte lors de l'exercice de leur choix : (i) apporter leurs actions à l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale ; mais (ii) conserver leurs actions permet aux actionnaires de bénéficier d'une potentielle revalorisation de l'action grâce à la poursuite de la politique d'investissement et de développement et/ou en cas de cession ultérieure du contrôle de la Société.*
 - *à chaque porteur d'OCEANE d'apporter ses titres à l'Offre.*

¹⁰ Projet de note d'information de l'Initiateur, paragraphe 1.1.3.

Le Conseil d'administration approuve également le projet de note en réponse à l'Offre, tel qu'il vient de lui être présenté.

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 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 de la Société 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. »*

A la suite de la modification des éléments d'appréciation du prix de l'Offre pour les Actions par l'Initiateur et son conseil financier, Oddo & Cie, Sorgem Evaluation, expert indépendant désigné par la Société, a eu accès à ces travaux et a émis le 20 juillet 2016 un addendum à son rapport du 5 juillet 2016 ayant pour objet de mettre à jour la comparaison du résultat de ses travaux avec ceux d'Oddo & Cie (l' « **Addendum** »).

Les membres du Conseil d'administration de la Société, à l'exception de M. Michel Meeus pour les raisons évoquées ci-dessus, se sont réunis le 21 juillet 2016 afin de prendre connaissance de l'Addendum. Cette réunion s'est tenue en présence du cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum.

Au cours de cette réunion, les administrateurs ont pris acte, à l'unanimité des membres présents, (i) des explications données par l'expert indépendant dans l'Addendum sur les différences notées par ce dernier dans la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie et des multiples boursiers par rapport aux travaux d'Oddo & Cie et (ii) de l'absence d'impact de l'Addendum sur la conclusion du rapport de l'expert indépendant du 5 juillet 2016 relative au caractère équitable de l'Offre que le Conseil d'administration a pris en compte pour rendre son avis motivé.

Compte tenu de ces éléments, les membres du Conseil d'administration, après en avoir délibéré, à l'unanimité des membres présents, constatent que l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre rendu le 5 juillet 2016 demeure valable et qu'il ne doit pas être modifié.

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

Monsieur Fady Khallouf a déclaré son intention de ne pas apporter ses Actions à l'Offre.

Par ailleurs, conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires, Monsieur Michel Meeus, en tant que membre du Concert, s'est engagé à ne pas apporter ses Actions à une éventuelle offre publique qui serait lancée par un autre membre du Concert. En conséquence, Monsieur Michel Meeus n'apportera pas ses Actions à l'Offre. Toutefois, comme indiqué dans la Note d'Information, Monsieur Michel Meeus s'était réservé la possibilité, avec Monsieur Pierre Salik et Madame Brigitte Salik, d'apporter à l'Offre les 8.241.460 Actions qu'ils ont souscrites à la suite de l'exercice des BSA (dont 2.224.084 Actions détenues par Monsieur Michel Meeus). Monsieur Michel Meeus a cependant déclaré son intention de ne pas apporter ses 2.224.084 Actions résultant de l'exercice des BSA à l'Offre (pour la position de Monsieur Pierre Salik et de Madame Brigitte Salik, voir paragraphes 2.3 et 6.2 de la présente note en réponse).

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

A la date de la présente note en réponse, la Société ne détient aucune de ses propres Actions. Il est également rappelé, pour information, que :

- la Société ne dispose plus, depuis le 22 décembre 2014, d'autorisation de procéder à des rachats d'actions propres dans le cadre d'un programme de rachat d'actions ; et
- la Société a mis fin, le 12 mars 2015, au contrat de liquidité qu'elle avait confié à Kepler Capital Markets le 5 décembre 2012 et qui était suspendu depuis le 8 juillet 2013.

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

A l'exception du Pacte d'Actionnaires constitutif d'une action de concert entre les membres du Concert décrit au paragraphe 6.1 ci-dessous de la présente note en réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6.1 Pacte d'Actionnaires

Conformément aux dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce, les principales clauses du Pacte d'Actionnaires conclu entre les membres du Concert le 3 juin 2016 ont été communiquées à la Société et à l'AMF. La description ci-dessous a été réalisée sur la base de la publication du résumé des principales clauses du Pacte d'Actionnaires effectuée par l'AMF le 13 juin 2016 (décision n°216C1339) et des informations figurant dans la Note d'Information.

6.1.1 Règles applicables en matière de gouvernance

(A) Concertation préalable

Le Pacte d'Actionnaires prévoit un processus de concertation préalable entre BG d'une part, et les autres membres du Concert d'autre part, au sein d'une instance de concertation *ad hoc*. L'objet de cette instance est de permettre aux membres du Concert de se concerter en vue d'arrêter une position commune préalablement à toute décision soumise à une assemblée d'actionnaires de la Société, et à toute décision du Conseil d'administration de la Société s'il est appelé à statuer sur l'une des décisions stratégiques, incluant notamment la révocation et la nomination du Directeur Général de la Société, les émissions de titres donnant accès au capital, toute modification des statuts de la Société et la constitution d'endettement ou la réalisation de certaines opérations au-dessus d'un certain seuil (50 millions d'euros pour toute cession ou acquisition d'actifs et 300 millions d'euros d'endettement).

Les cas de blocage feront en premier lieu l'objet d'une procédure d'escalade au sein des membres du Concert. Si le blocage persiste, chaque partie aura la faculté de déclencher, le cas échéant par anticipation, le processus de sortie commune (*cf. infra*).

(B) Conseil d'administration

Les parties ont convenu que la composition du Conseil d'administration de la Société pourra, le cas échéant, être modifiée afin qu'un représentant supplémentaire des membres du Concert (qui sera choisi par Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik) soit nommé administrateur.

Les parties ont convenu que la composition du Conseil d'administration pourra évoluer, le cas échéant, afin que les membres représentant le Concert deviennent majoritaires au sein du Conseil d'administration, étant précisé que le nombre d'administrateurs indépendants devra, à tout moment, être au moins égal au nombre recommandé par le code AFEP-MEDEF¹¹.

BG n'a, à ce jour, pas l'intention de demander la désignation d'un représentant au sein du Conseil d'administration et se réserve la possibilité, en cas de nécessité si la situation le justifie et pour protéger les intérêts des porteurs des fonds, de demander la désignation d'administrateurs ou de censeurs. Si cette possibilité est exercée, les parties ont convenu que, pendant la durée du Pacte d'Actionnaires, BG d'une part et les autres membres du Concert d'autre part, auront une représentation au sein du Conseil d'administration reflétant leurs participations respectives et, en l'absence d'accord entre les parties, une représentation identique.

6.1.2 Règles applicables en matière de transfert de titres

(A) Engagement d'information

Au titre du Pacte d'Actionnaires, les membres du Concert sont tenus d'une obligation d'information réciproque en cas de transfert de titres (i) portant sur un nombre de titres représentant plus de 0,5 % du capital dilué de la Société ou (ii) conduisant le Concert à franchir à la baisse le seuil de 50 % du capital social et des droits de vote de la Société sur la base du capital dilué de la Société (la « **Perte de Contrôle** »).

(B) Droit de préemption

En cas de projet de transfert de titres par une partie constituant une Perte de Contrôle, les autres membres du Concert bénéficient d'un droit de préemption leur permettant d'acquérir les titres concernés par le projet de transfert aux mêmes conditions de prix que celles proposés par le tiers acquéreur.

(C) Droit de cession conjointe totale

En cas de projet de transfert de titres (i) constituant une Perte de Contrôle et (ii) pour lequel l'une ou plusieurs des parties n'auraient pas exercé valablement leur droit de préemption, les membres du Concert bénéficient d'un droit de cession conjointe totale leur permettant de céder la totalité de leurs titres aux mêmes conditions de prix que celles de l'actionnaire cédant au profit du tiers acquéreur.

(D) Modalités de sortie commune

Le Pacte d'Actionnaires prévoit que les parties se concerteront en vue de mettre en œuvre un processus de sortie commune et de déterminer les modalités de cette sortie commune pendant une durée de trente (30) mois à compter de la date du Pacte d'Actionnaires.

(E) Autres engagements

Au titre du Pacte d'Actionnaires, chaque membre du Concert s'est engagé à ne pas apporter ses titres de la Société à une éventuelle offre publique qui serait lancée par une autre partie.

¹¹ Il est rappelé que la Société se réfère au Code Middlednext de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites.

6.1.3 Durée du Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée de 31 mois sauf en cas de mise en œuvre d'une sortie commune qui prorogerait le Pacte d'Actionnaires de 6 mois. Le Pacte d'Actionnaires est renouvelable, à l'échéance, par périodes successives de 6 mois.

6.2 Acquisition des actions résultant de l'exercice des BSA

L'Initiateur a précisé, dans la Note d'Information, que les membres du Concert (autre que BG) ont la faculté d'apporter à l'Offre les Actions résultant de l'exercice des BSA qu'ils détenaient préalablement à la mise en Concert, soit un nombre maximal de 8.241.460 Actions. Il est cependant indiqué, dans la Note d'Information, qu'ils n'ont pas l'intention d'exercer cette faculté et d'apporter ces 8.241.460 Actions à l'Offre.

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

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, il n'existe aucun engagement d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société.

6.4 Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception des accords et engagements décrits au présent paragraphe 6, il n'existe, à la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

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

7.1 Structure et repartition du capital

Au 30 juin 2016, le capital social de la Société s'élève à 22.290.336,60 euros, divisé en 222.903.366 Actions ordinaires de dix (10) centimes d'euros de valeur nominale chacune, représentant 229.948.952 droits de vote.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles et sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit au 25 juillet 2016 :

	Situation au 25 juillet 2016				
	Nombre d'actions ¹²	% du capital	Nombre des droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques ¹³	% des droits de vote exerçables en Assemblée générale
Boussard & Gavaudan	82.667.450	37,09	82.667.450	35,95	36,27
BGSI	70.379.984	31,57	70.379.984	30,61	30,88
BGAR	1.500.000	0,67	1.500.000	0,65	0,66
BGLT	10.787.466	4,84	10.787.466	4,69	4,73
BGC	-	-	-	-	-
Autres membres du Concert	45.061.660	20,22	51.890.046	22,57	21,87
Pierre Salik ¹⁴	25.314.601	11,36	27.887.379	12,13	11,33
Michel Meeus ¹⁵	12.518.419	5,62	15.015.500	6,53	6,59
Brigitte Salik	7.228.640	3,24	8.987.167	3,91	3,94
Sous-total Concert	127.729.110	57,30	134.557.496	58,52	58,14
Actions auto-détenues	-	-	-	-	-
Autres	95.174.256	42,70	95.391.456	41,48	41,86
TOTAL	222.903.366	100	229.948.952	100	100

¹² L'écart entre le nombre d'Actions et le nombre de droits de vote théoriques est lié à l'existence de droits de vote double (cf. paragraphe 6.3.2.1 du Document de Référence 2015, page 178).

¹³ L'écart entre le nombre droits de vote théoriques et le nombre de droits de vote exerçables en Assemblée générale est lié à l'existence de privations des droits de vote.

¹⁴ Dont 1.512.160 Actions et, selon la Note d'Information 545.008 Actions, sont privées de droit de vote pour cause d'absence ou de retard de déclaration de franchissement de seuils. 1.512.160 Actions auront à nouveau droits de vote au 17 décembre 2016.

¹⁵ Selon la Note d'Information, dont 3.888.172 Actions données en garantie à Pierre Salik.

A l'exception des plans d'Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 de la présente note en réponse) décrits au paragraphe 7.8.2 ainsi que des OCEANE, 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 FUTUREN.

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

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

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

L'article 7.4 des statuts de FUTUREN 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. Pour la détermination des pourcentages de détention prévus à l'alinéa précédent, il sera tenu compte des Actions ou droits de vote possédés ainsi que ces termes sont définis par les dispositions des articles L.233-3, L.233-9 et L.233-10 du Code de commerce.

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

A défaut d'avoir été déclarées conformément aux modalités de l'article 7.4 des statuts de FUTUREN, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par la loi si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été consigné dans un procès-verbal et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5 % au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande lors de cette assemblée.

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

Par courrier en date du 6 juin 2016, le Concert a porté à la connaissance de la Société les clauses du Pacte d'Actionnaires. Celles-ci sont décrites au paragraphe 6.1 de la présente note en réponse.

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

FUTUREN 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 FUTUREN 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.

Cet article précise qu'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. En revanche, 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 prévu à l'article 23 des statuts de FUTUREN, le nombre de voix attaché aux Actions est proportionnel à la quotité du capital qu'elles représentent.

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

Néant.

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

A l'exception du Pacte d'Actionnaires décrit au paragraphe 6.1 de la présente note en réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre 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 FUTUREN

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

7.8 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 trois autorisations et délégations financières, dont une a été accordée par l'Assemblée générale du 28 octobre 2015 et deux par l'Assemblée générale du 27 juin 2016. Ces autorisations et délégations sont décrites dans le tableau ci-dessous :

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Type	Objet	Durée et limite de validité	Plafond	Utilisation au cours de l'exercice
27 juin 2016	7 ^{ème}	Délégation de compétence	Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital par voie d'offres au public, avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec obligation de conférer un droit de priorité	26 mois 27 août 2018	Plafond en capital (valeur nominale) : 30 millions d'euros Plafond en dette (valeur nominale) : 60 millions d'euros	Néant
27 juin 2016	8 ^{ème}	Délégation de compétence	Augmentation du nombre de titre à émettre en cas d'augmentation du capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois 27 août 2018	15 % de l'émission initiale pour chaque émission décidée en application de la 7 ^{ème} résolution, dans la limite des plafonds prévus par la 7 ^{ème} résolution.	Néant
28 octobre 2015	3 ^{ème}	Autorisation	Attributions gratuites d'Actions en faveur des salariés et des mandataires sociaux, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	38 mois 28 décembre 2018	Double plafond de (i) 4.500.000 Actions et de (ii) 10 % du capital social à la date de la décision d'attribution, avec un plafond en capital (valeur nominale) de 450.000 euros.	Lors de sa réunion du 2 novembre 2015, le Conseil d'administration a attribué gratuitement 3.925.000 Actions à des salariés du groupe FUTUREN (le « Groupe ») et au Directeur Général. Les conditions de cette attribution sont décrites au paragraphe 7.8.2 de la présente note en réponse.

7.8.2 Plans d'Actions Gratuites octroyés par la Société

A la date de la présente note en réponse, deux plans d'attribution d'Actions gratuites (les « **Actions Gratuites** ») sont en place au sein de la Société.

(A) Plan du 10 décembre 2012

Au titre du plan d'attribution gratuite d'Actions décidé par le Conseil d'administration de la Société le 10 décembre 2012, 1.900.000 droits à Actions Gratuites, soumis à des conditions de présence et de performance, avaient été attribués au Directeur Général et à des salariés du Groupe. La période d'acquisition variait de deux à quatre ans selon le pays concerné.

A la date de la présente note en réponse, 151.054 droits à Actions Gratuites en cours d'acquisition, attribués à des salariés résidant hors de France, sont susceptibles de donner lieu, le 10 décembre 2016, à la création maximale de 105.737 nouvelles Actions (chiffre ajusté à la suite de l'augmentation de capital réalisée le 9 décembre 2014). Les droits à Actions Gratuites ne pourront donc être apportés à l'Offre. En outre, 799.337 Actions Gratuites sont en période de conservation légale jusqu'au 10 décembre 2016 et ne pourront donc être apportées à l'Offre.

(B) Plan du 2 novembre 2015

Au titre du plan d'attribution gratuite d'Actions décidé par le Conseil d'administration de la Société le 2 novembre 2015, 3.925.000 droits à Actions Gratuites, soumis majoritairement à des conditions de présence et/ou de performance, avaient été attribués au Directeur Général (2.500.000) et à des salariés du Groupe (1.425.000). Les conditions de performance sont liées à la réalisation d'objectifs de nature opérationnelle, financière et stratégique, principalement relatifs à

l'exercice 2016. Le terme de ce plan est fixé au 20 décembre 2017, faisant suite, selon les pays, soit à une période d'acquisition courant du 2 novembre 2015 au 20 décembre 2016 suivie d'une période de conservation d'un an, soit à une période d'acquisition courant du 2 novembre 2015 au 20 décembre 2017 sans période de conservation.

A la date de la présente note en réponse, il reste 3.770.000 droits à Actions Gratuites en cours d'acquisition susceptibles de donner lieu à la création maximale de 3.770.000 nouvelles Actions à l'issue des périodes d'acquisition mentionnées ci-dessus. Les droits à Actions Gratuites ne pourront donc être apportés à l'Offre.

Pour les plans du 10 décembre 2012 et du 2 novembre 2015, il est précisé que :

- dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation avant la clôture de l'Offre en application des dispositions des articles L.225-197-1 et L.225-197-3 du Code de commerce ainsi que des stipulations du règlement du plan d'attribution gratuite d'Actions (invalidité ou décès du bénéficiaire), ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre ; et
- en cas de prise de contrôle hostile de la Société (soit toute opération ayant pour conséquence d'entraîner un changement de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce dès lors que l'opération n'aura pas reçu l'avis favorable du Conseil d'administration), les bénéficiaires des droits à Actions Gratuites se verront attribuer les Actions correspondantes au nombre de droits à Actions Gratuites attribués aux bénéficiaires sans qu'aucune condition de performance ou de présence ne soit requise pour l'ensemble des droits à Actions Gratuites attribués.

Au total, à la date de la présente note en réponse, 3.921.054 droits à Actions Gratuites sont en cours d'acquisition et sont susceptibles de donner lieu à la création maximale de 3.875.737 nouvelles Actions, soit une dilution potentielle de 1,7 %.

Le tableau ci-dessous présente, à la date de la présente note en réponse, la situation des attributions réalisées au titre des plans d'attribution d'Actions Gratuites du 10 décembre 2012 et du 2 novembre 2015 :

	Droits à Actions Gratuites en cours d'acquisition	Actions Gratuites susceptibles d'être créées à l'issue de la période d'acquisition	Actions Gratuites en période de conservation
Plan du 10 décembre 2012	151.054	105.737	799.337
Plan du 2 novembre 2015	3.770.000	3.770.000	-
Total	3.921.054	3.875.737	799.337
Nombre total d'Actions Gratuites exclues de l'Offre	-	4.675.074	

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

7.9.1 Option de rachat anticipé au gré des porteurs d'OCEANE en cas de Changement de Contrôle

Conformément aux stipulations de l'article 4.9.5.2 du contrat d'émission des OCEANE figurant en annexe de la note d'opération relative à l'émission et l'admission d'Actions assorties de bons de souscription d'actions dont le prospectus a reçu de l'Autorité des marchés financiers le visa n°14-591 le 7 novembre 2014¹⁶ (le « **Contrat d'Émission Modifié** »), dans le cas où une opération aurait pour effet de conférer le contrôle de la Société (telle que cette notion est définie à l'article L.233-3 du Code de commerce) à une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert et qui ne contrôlèrent pas la Société avant cette opération (le « **Changement de Contrôle** »), y compris par voie de fusion, consolidation, regroupement ou toute opération similaire, les titulaires pourront demander le rachat anticipé de tout ou partie de leurs OCEANE.

A la suite de la conclusion du Pacte d'Actionnaires et de l'exercice des BSA qu'ils détenaient par les membres du Concert, la Société a informé les titulaires d'OCEANE qu'elle a fait l'objet d'un Changement de Contrôle selon les modalités prévues dans le Contrat d'Émission Modifié et a fixé la période de rachat anticipé du 13 juillet 2016 au 27 juillet 2016 au prix de 8,024 euros par OCEANE, majoré des intérêts échus au titre de la période courue entre le 1^{er} juillet 2016 et la date de paiement effectif du prix de rachat concerné.

Au 25 juillet 2016, à la connaissance de la Société, 32.675 OCEANE ont fait l'objet d'une demande de rachat anticipé.

En dehors du Contrat d'Émission Modifié des OCEANE et de quelques contrats de financements non significatifs pour la Société, aucun contrat significatif conclu par la Société ne prévoit un remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société.

7.9.2 Ajustement du ratio d'attribution d'Actions des OCEANE en période d'offre publique

Conformément aux stipulations de l'article 4.16.8.4 du Contrat d'Émission Modifié, le ratio d'attribution d'Actions des OCEANE fait l'objet d'un ajustement temporaire cas d'offre publique déposée suite à un Changement de Contrôle et de déclaration de conformité de ladite offre par l'AMF. Compte tenu du fait que l'Offre, déclarée conforme par l'AMF le 26 juillet 2016 (visa n°16-348), a été déposée à la suite d'un Changement de Contrôle, le ratio d'attribution d'Actions des OCEANE fait l'objet d'un ajustement temporaire selon les modalités prévues par l'article 4.16.8.4.

Ainsi, entre (et y compris) le 29 juillet 2016 et le 15^{ème} jour ouvré suivant la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre, le ratio d'attribution d'Actions temporairement ajusté sera égal à 10,781 Actions par OCEANE (au lieu de 9,222 Actions par OCEANE). Pour bénéficier de ce ratio temporairement ajusté, le droit à l'attribution d'Actions devra être exercé dans la période susmentionnée.

Il est également rappelé que :

- les OCEANE ne pourront donner lieu qu'à la livraison d'un nombre entier d'Actions. Le règlement des rompus est précisé à l'article 4.16.9 du Contrat d'Émission Modifié ;
- par dérogation aux stipulations du paragraphe 4.16.4 du Contrat d'Émission Modifié, en cas d'exercice du droit à l'attribution d'Actions pendant la période d'ajustement en cas d'offre publique, la date d'exercice sera réputée être la date de la demande et les Actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de trois jours ouvrés à compter de la date d'exercice.

¹⁶ Ce contrat d'émission a amendé les modalités des OCEANE émises en vertu du prospectus n°07-368 en date du 23 octobre 2007 telles que modifiées par le prospectus n°10-198 du 23 juin 2010.

7.10 **Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Directeur Général de FUTUREN 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.

8. **INFORMATIONS SUR LES TENDANCES**

FUTUREN s'inscrit dans une dynamique de croissance soutenue.

En effet, le Groupe a enregistré, pour la première fois depuis sa création, un résultat net positif au titre de l'exercice 2015. Après plusieurs années de transformation profonde, FUTUREN est aujourd'hui un groupe industriel performant et rentable du secteur des énergies renouvelables. Son activité de producteur d'électricité verte, adossée à des contrats de rachat sur 15 à 20 ans, offre récurrence et visibilité sur le long terme.

En juin 2016, FUTUREN a constaté l'exercice de 112.856.073 BSA ayant entraîné l'encaissement d'environ 22,6 millions d'euros.

Sur ces bases solides, FUTUREN poursuit activement son objectif de doubler, à court terme, ses capacités installées pour compte propre en France et au Maroc. Exploitant 342 MW pour son propre compte, le Groupe dispose de 199 MW de projets ayant reçu toutes les autorisations nécessaires à leur installation et à leur exploitation, incluant :

- le projet de Chemin Perré, d'une capacité de 18 MW, actuellement en construction, dont la mise en service est prévue en septembre 2016 ;
- la première tranche du projet des Monts, d'une capacité de 13 MW, actuellement en construction, dont la mise en service est prévue en décembre 2016 ;
- le projet de Courant-Nachamps, d'une capacité de 21 MW, qui entrera en construction fin 2016 - début 2017 pour une mise en service début 2018 ; et
- la première tranche de 100 MW du projet au Maroc, la deuxième tranche du projet des Monts, d'une capacité de 35 MW, ainsi que le projet de Faydunes, d'une capacité d'environ 12 MW, qui seront réalisés à moyen terme.

Le Groupe met en œuvre une croissance à coûts de structure constants. Chaque nouvelle mise en service d'un parc augmente sa rentabilité.

La dynamique soutenue d'avancement de son portefeuille de projets indique que le Groupe est sur la bonne trajectoire pour continuer à améliorer sa rentabilité.

9. **POLITIQUE DE DISTRIBUTION**

En application de la 3^{ème} résolution votée lors de l'Assemblée générale annuelle réunie le 27 juin 2016, il a été décidé d'imputer en totalité le bénéfice net de l'exercice clos le 31 décembre 2015 s'élevant à 5.833.336,89 euros sur le montant négatif du « Report à nouveau » qui s'établit désormais à 206.293.905,33 euros.

Il est précisé 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 promouvoir une politique de distribution de dividendes de la Société, à l'issue de l'Offre, conforme à la capacité de distribution de la Société et à ses besoins de financement, sans que cela ne constitue un engagement de la part de l'Initiateur ni sur le principe ni sur la quotité d'une distribution future de dividendes.

Il convient de rappeler que conformément aux stipulations du Contrat d'Émission Modifié des OCEANE, la Société ne pourra pas réaliser de distributions avant d'avoir procédé aux

remboursements partiels du 1^{er} janvier 2017 et du 1^{er} janvier 2018. Par ailleurs, à compter du 1^{er} janvier 2018, et après réalisation du versement susmentionné aux porteurs d'OCEANE, la Société ne pourra, tant que l'ensemble des OCEANE n'auront pas été converties, rachetées, échangées ou amorties, et au plus tard jusqu'au 1^{er} janvier 2020, procéder à des distributions d'un montant supérieur à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé.

10. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Néant.

Il est rappelé, pour information, que la Société ne remplissant pas les conditions de seuils prévus par les articles L.2322-1 et L.2322-2 du Code du travail, celle-ci n'est pas soumise à l'obligation de mettre en place un Comité d'entreprise.

11. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

11.1 Désignation de l'expert indépendant

Il est rappelé que conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 5 juin 2016, a mis en place un Comité des Indépendants. La composition du Comité des Indépendants est décrite au paragraphe 3 de la présente note en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du RG AMF, le Conseil d'administration du 7 juin 2016, sur recommandation du Comité des Indépendants, a désigné à l'unanimité des membres présents le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

11.2 Rapport et Addendum de l'expert indépendant



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIETE FUTUREN

Paris, le 5 juillet 2016

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'Administration de FUTUREN*

Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE L'OFFRE.....	7
1. Présentation de l'Initiateur.....	7
2. Présentation de la Société	7
3. Présentation des motifs de l'Offre	8
4. Présentation des termes de l'Offre.....	9
5. Définition du caractère équitable dans le cadre de l'Offre	9
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIES A LA REALISATION DE LA MISSION.....	11
1. Présentation de Sorgem Evaluation.....	11
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	12
3. Déclaration d'indépendance.....	12
4. Réserves	13
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE	14
1. Présentation des activités de la Société et de son marché	14
1.1 Un acteur intégré du secteur éolien.....	14
1.1.1. La vente d'électricité pour compte propre.....	15
1.1.2. Le développement et la gestion de parcs	17
1.2 Après avoir été confrontée à des difficultés opérationnelles et financières, la Société retrouve des perspectives de développement favorables.....	17
1.2.1. La Société a fait face à des difficultés opérationnelles et financières.....	17
1.2.2. La Société a retrouvé des perspectives de développement favorables.....	19
1.3 Un secteur en expansion, bénéficiant toujours d'une législation favorable et de l'intérêt des investisseurs dans un contexte de taux faibles	19
1.3.1. Un secteur en expansion bénéficiant d'une législation favorable	19
1.3.2. Un secteur suscitant l'intérêt des investisseurs dans un contexte de taux de rendement faibles	20
2. Analyse des caractéristiques financières de la Société	21
2.1 Un exercice 2015 marqué par le redressement opérationnel de la Société	21
2.2 Une activité capitalistique financée par une structure financière en grande partie assainie.....	23
3. Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les menaces et opportunités sur son marché.....	24
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	25
1. Méthodes de références écartées.....	25
1.1 Référence aux objectifs de cours des analystes	25
1.2 Méthode de l'actif net réévalué.....	25
1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes	26
1.4 Méthode des multiples de transactions comparables.....	26
2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action	28
2.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres	28
2.1.1. Commentaires sur la dette financière nette	28
2.1.2. Commentaires sur les provisions pour litiges et contrats défavorables	29
2.1.3. Commentaires sur les intérêts minoritaires.....	29
2.1.4. Commentaires sur le cash lié à l'exercice des BSA.....	30

2.1.5.	Commentaires sur les impôts différés actifs liés aux déficits reportables.....	30
2.2	Nombre de titres pris en compte	30
3.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs	30
3.1	Principe	30
3.2	Présentation des prévisions retenues.....	32
3.2.1.	Les parcs en exploitation	32
3.2.2.	Les projets de parcs.....	33
3.2.3.	Les activités de développement et de gestion des parcs	34
3.3	Détermination du taux d'actualisation.....	34
3.3.1.	Principe.....	34
3.3.2.	Taux sans risque.....	34
3.3.3.	Prime de risque marché	35
3.3.4.	Bêta	36
3.3.5.	Prime de taille	36
3.3.6.	Coût des fonds propres retenus	37
3.4	Valeur par action à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.....	37
4.	Méthode des multiples boursiers	38
4.1	Principe	38
4.2	Présentation des sociétés retenues	38
4.3	Valeur par action à partir de la méthode des multiples boursiers	42
5.	Référence au cours de bourse	42
6.	Référence à l'actif net comptable (à titre indicatif)	44
7.	Référence aux transactions sur le capital de la Société (à titre indicatif)	45
8.	Synthèse de nos travaux de valorisation	47
V.	EVALUATION DE L'OCEANE	48
1.	Présentation des caractéristiques des OCEANE	48
2.	Référence au cours de bourse (à titre indicatif)	49
3.	Valeur des OCEANE dans le cadre de l'exercice de la clause de rachat anticipé en cas de changement de contrôle	50
4.	Valeur des OCEANE en cas de conversion sur la base du ratio ajusté applicable en cas d'offre publique	50
5.	Valeur théorique des OCEANE	51
5.1	Méthodologie	51
5.2	Paramètres d'évaluation.....	52
5.2.1.	Valeur de l'action FUTUREN.....	52
5.2.2.	Volatilité de l'action FUTUREN	52
5.2.3.	Taux de dividende.....	52
5.2.4.	Taux sans risque.....	52
5.2.5.	Spread de crédit.....	53
5.2.6.	Marge de repo	53
5.3	Résultat	53
5.4	Synthèse de nos éléments de valorisation	53
VI.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS ET DES OCEANE PAR LA BANQUE PRESENTATRICE	54
1.	Eléments d'appréciation du prix des actions.....	54
1.1	Choix des méthodes d'évaluation et des références	54
1.2	Détermination des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres	55
1.3	Mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers	55
1.4	Références aux transactions récentes sur le capital	56

2.	Eléments d'appréciation du prix des OCEANE	56
VII.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE	57
	ANNEXE : DILIGENCES EFFECTUEES PAR L'EXPERT	59
1.	Programme de travail	59
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	60
3.	Informations et documents utilisés	60
4.	Calendrier de l'étude	61
5.	Rémunération	61

Liminaire

Le 3 juin 2016, la société BG Select Investments (Ireland) Limited (ci-après « BGSi » ou « l'Initiateur »), BG Master Fund ICAV (« BGF »), BG Long Term Value (« BGLT »), Boussard & Gavaudan SICAV (pour le compte de ses compartiments Boussard & Gavaudan Absolute Return (« BGAR ») et Boussard & Gavaudan Convertible (« BGC ») d'une part (ci-après dénommés ensemble « BG ») et Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik d'autre part (ci-après dénommés ensemble « l'Ancien Concert ») ont signé un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert (ci-après BG et l'Ancien Concert sont dénommés ensemble le « Concert »).

Le même jour, le Concert a exercé des bons de souscription d'actions (ci-après « BSA ») de la société FUTUREN (ci-après « la Société ») qu'il détenait.

Dans la mesure où le Concert a franchi, à la hausse, le seuil de 30% du capital et des droits de vote à l'issue de ces opérations, l'Initiateur a déposé une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre ») en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et 234-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF »).

L'Offre est libellée aux conditions suivantes :

- 0,70 euro par action ;
- 8,30 euros par obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après « OCEANE »), coupon attaché, et 8,07 euros, après détachement du coupon le 1^{er} juillet 2016.

Les BSA ne sont plus visés par l'Offre dans la mesure où ils sont devenus caducs à compter du 10 juin 2016.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans la perspective de l'Offre, le Conseil d'Administration de la Société du 7 juin 2016 a désigné Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum et M. Teddy Guerineau, pour se prononcer sur l'Offre.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF qui stipule que « *la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ».

Plus spécifiquement, notre intervention trouve son fondement dans les alinéas 1, 2 et 5 qui visent respectivement le cas où « *la société visée est déjà contrôlée (...) avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* », où « *les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent (...) ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* », et où « *l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ».

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur

Créé en 2002 par Emmanuel Boussard et Emmanuel Gavaudan, Boussard & Gavaudan est un groupe de gestion d'actifs indépendant, détenu à 100% par ses fondateurs et associés.

Les fonds gérés et conseillés par Boussard & Gavaudan s'élevaient à 2,7 milliards d'euros en mai 2016.

L'Initiateur est une filiale détenue par BGF qui est l'un des fonds géré par Boussard & Gavaudan.

2. Présentation de la Société

FUTUREN est une société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé au 6, rue Christophe Colomb, 75008 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 423 127 281 (ci-après la « Société »). L'action est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris.

La Société est un producteur indépendant d'électricité d'origine éolienne, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur éolien. La Société développe, construit et exploite des parcs éoliens dans quatre pays : l'Allemagne, la France, le Maroc et l'Italie. Au total, la Société exploite 714 MW pour son propre compte et pour le compte de tiers au 19 mai 2016.

Après prise en compte de l'exercice des BSA, le capital et les droits de vote théoriques (incluant les droits de vote afférents aux actions privées de droits de vote) de la Société se répartissent comme suit :

Tableau 1. Répartition du capital et des droits de vote théoriques suite à l'exercice des BSA

	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Boussard & Gavaudan	73 738 596	33,1%	73 738 596	32,1%
BGF	61 451 130	27,6%	61 451 130	26,7%
BGAR	1 500 000	0,7%	1 500 000	0,7%
BGLT	10 787 466	4,8%	10 787 466	4,7%
BGCB				
Ancien Concert	45 061 660	20,2%	51 890 046	22,6%
Pierre Salik	25 314 601	11,4%	27 887 379	12,1%
Michel Meeus	12 518 419	5,6%	15 015 500	6,5%
Brigitte Salik	7 228 640	3,2%	8 987 167	3,9%
Total Concert	118 800 256	53,30%	125 628 642	54,63%
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Autres	104 102 596	46,70%	104 320 180	45,37%
Total	222 902 852	100%	229 948 822	100%

3. Présentation des motifs de l'Offre

La note d'information indique que l'Offre a pour objectif de permettre au Concert d'accroître sa participation au capital de la Société dans un double but.

D'une part, le Concert indique dans cette Note qu'il entend permettre à la Société de disposer d'un actionnariat stable lui permettant de poursuivre son développement.

D'ores et déjà, le Concert a favorisé la levée de fonds par la Société, qu'elle pourra utiliser pour financer ses projets de parcs éoliens, (i) en exerçant des BSA préalablement au lancement l'Offre et (ii) en offrant un prix de 0,70 euro par action qui permet aux autres porteurs de BSA de disposer d'une liquidité immédiate, pour les actions obtenues grâce à l'exercice de leur BSA, à un prix supérieur au prix d'exercice de 0,60 euro.

Pour la suite, le Concert indique également qu'il entend poursuivre les orientations stratégiques définies par le conseil d'administration et continuer à soutenir le management actuel de la Société.

D'autre part, le Concert indique que la constitution d'un bloc de contrôle majoritaire est susceptible de faciliter une cession ultérieure de la Société.

4. Présentation des termes de l'Offre

L'Offre a été libellée à 0,70 euro par action et à 8,30 euros par OCEANE, coupon attaché, et 8,07 euros, après détachement du coupon le 1^{er} juillet 2016.

Les BSA, devenus caducs à compter du 10 juin 2016, ne sont plus visés par l'Offre.

La Société a mis en place des plans d'actions gratuites susceptibles de donner lieu à la création de 139 645 actions nouvelles au titre du plan du 10 décembre 2012 et de 3 840 000 actions nouvelles au titre du plan du 2 novembre 2015. Les actions gratuites résultant de ces plans ne sont pas visées par l'Offre, car elles sont toujours en cours d'acquisition.

5. Définition du caractère équitable dans le cadre de l'Offre

L'Offre est une **offre obligatoire**, du point de vue de l'**Initiateur**, lancée en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF.

Son caractère obligatoire résulte du franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote, suite à la constitution d'un concert entre BG et l'Ancien Concert et à l'exercice de BSA.

Or, le Règlement Général de l'AMF oblige l'initiateur d'une offre lancée en application de l'article 234-2 à proposer un prix qui « *doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* ».

Le Concert ayant acquis des actions au prix maximum de 0,59 euro et des OCEANE au prix maximum de 8,25 euros au cours des douze derniers mois, cette condition d'équité est respectée.

Nous avons également vérifié que le pacte d'actionnaires ne comportait pas de clauses¹ susceptibles de favoriser les membres du Concert par rapport aux actionnaires minoritaires.

¹ Les principales clauses du pacte d'actionnaires sont décrites au paragraphe 1.4 de la note d'information.

L'Offre est une **offre facultative** du point de vue des **actionnaires minoritaires**, ce qui signifie qu'ils sont libres d'y répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.

Dans la mesure où l'Initiateur a fait part de sa volonté de poursuivre la stratégie mise en place par le conseil d'administration de la Société et de conserver, à cet effet, le management actuel, l'Offre ne générera pas de synergies dont le partage justifierait, pour l'essentiel, l'existence d'une prime de contrôle.

Comme l'Initiateur a par ailleurs renoncé à la possibilité de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire et a motivé son Offre par la volonté de faciliter une cession ultérieure de la Société, les actionnaires minoritaires, qui auront conservé leurs titres, seront en mesure de capter une éventuelle prime de contrôle dans le cadre de cette potentielle future cession.

Dans ce contexte, le caractère équitable de l'Offre résulte du fait que le prix proposé pour les actions correspond à la **valeur résultant d'une évaluation multicritère n'intégrant pas de prime de contrôle**.

D'un point de vue réglementaire, notre intervention est également motivée par l'existence de deux catégories de titres (les actions et les OCEANE - les BSA étant devenus caducs au moment de l'ouverture de l'Offre), et la **possibilité de rupture de l'égalité de traitement** entre les porteurs des actions et des OCEANE.

L'analyse du respect de l'égalité de traitement des différents porteurs de titre nécessite de vérifier que le prix proposé pour les OCEANE reflète le prix de l'Offre pour les actions et leur valorisation résultant d'une approche multicritère n'intégrant pas de prime de contrôle.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Mai-14	OPA	Systran	CSLI	Banque Degroof
Juin-14	OPA-RO	Ermo	INGlass	Oddo
Nov-14	OPE	Havas	Bolloré	BNP Paribas, CACIB, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, Barber Hauler Capital Advisers
Avril-15	OPAS-RO	Qiagen Marseille	Qiagen NV	Kepler Capital Markets
Juin-15	OPAS	EMME SA	SFPI	Banque Degroof
Juillet-15	OPA-RO	Lagardère Active Broadcast	Lagardère Active	Oddo

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier agréé par la Cour de Cassation, et Président de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) ;
- Teddy Guerineau, Associé de Sorgem Evaluation, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier ;
- Anne-Laure Courbet, Manager, diplômée de l'Institut d'Etudes Politiques de Toulouse et de l'Ecole Supérieure de Commerce de Toulouse, disposant d'une expérience professionnelle de six ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Un consultant diplômé de l'EM Lyon et de l'Ecole Nationale Supérieure des Mines de Saint-Etienne, disposant d'une expérience professionnelle de deux ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire Karsenti, Associée de Sorgem Evaluation. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de Paris et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine et à HEC.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 18 derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès de la direction, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

La valorisation de ce type d'activité repose sur de nombreux aléas tant techniques que réglementaires. Nous avons été amenés à retenir les hypothèses les plus probables reflétant la meilleure connaissance que l'on pouvait avoir aujourd'hui de l'état des affaires.

De plus, les analyses présentées dans le présent rapport reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE

1. Présentation des activités de la Société et de son marché

La Société développe, construit et exploite des parcs éoliens terrestres en Allemagne, en France, au Maroc et en Italie (1.1). Après avoir été confrontée à des difficultés opérationnelles et financières, elle renoue avec des perspectives de développement favorables (1.2.) notamment parce qu'elle exerce son activité dans un secteur en croissance, qui bénéficie d'une législation toujours favorable et de l'intérêt des investisseurs dans un contexte de taux de rendement faibles (1.3.).

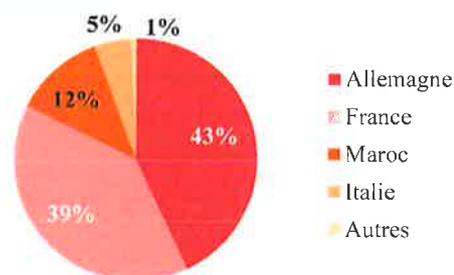
1.1 Un acteur intégré du secteur éolien

Présente en Allemagne, en France, au Maroc et en Italie, la Société intervient sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur éolien, de la prospection de sites, à l'exploitation des parcs en passant par le développement et la construction de projets.

Elle exerce deux activités principales :

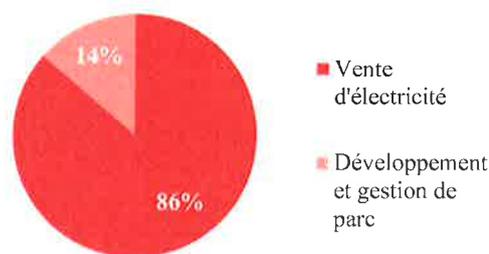
- la vente d'électricité pour compte propre qui représentait 86% de son chiffre d'affaires de l'année 2015 ;
- le développement et la gestion de parcs (développement, construction et exploitation de parcs éoliens pour compte propre et de tiers) qui représentait 14% de son chiffre d'affaires de l'année 2015

Graphe 1. Répartition du CA 2015 (59 M€) par pays



Source : Document de référence de la Société - 2015

Graphe 2. Répartition du CA 2015 par activité



Source : Document de référence de la Société - 2015

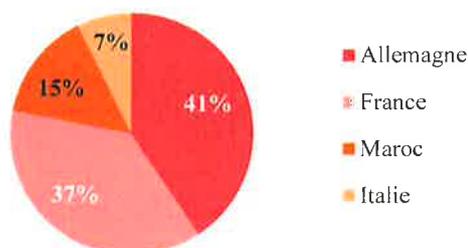
Après avoir dû céder de nombreux actifs pour faire face à son endettement, la Société a mis au centre de son modèle économique la vente d'électricité pour compte propre, ce

qui signifie que les parcs qu'elle détient et exploite n'ont plus vocation à être cédés mais à être exploités sur l'intégralité de leur durée de vie².

Au 31 décembre 2015, la Société exploitait 732 MW (714 MW au 19 mai 2016) dont 343 MW exploités pour compte propre et 389 MW pour compte de tiers, répartis dans les quatre pays où la Société est présente, comme l'illustre les graphiques 3 et 4.

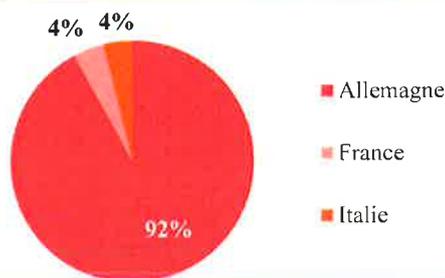
Ces pays se caractérisent par une politique favorable aux énergies renouvelables, leur stabilité économique et réglementaire et la complémentarité de leur exposition aux vents créant ainsi une diversification des risques météorologiques.

Graph 3. Capacités installées détenues (343 MW)



Source : Document de référence de la Société - 2015

Graph 4. Capacités installées exploitées (389 MW)



Source : Document de référence de la Société - 2015

1.1.1. La vente d'électricité pour compte propre

L'activité de vente d'électricité pour compte propre consiste à détenir et exploiter des parcs éoliens dont la production électrique est vendue à un gestionnaire de réseau.

L'équilibre économique de cette activité repose sur le fait que le prix de vente de l'électricité est garanti pendant une durée de quinze à vingt ans, au terme de laquelle l'électricité produite par le parc peut encore être vendue au prix de marché sur sa durée de vie résiduelle, soit une durée d'environ cinq ans.

Le taux de marge sur EBITDA de cette activité est élevé (73,2% sur l'année 2015) dans la mesure où les coûts d'exploitation d'un parc sont faibles.

² Cette modification du modèle économique a eu deux conséquences comptables pour la Société à partir du 1^{er} juillet 2015. Tout d'abord, les cessions de parcs éoliens ne sont plus reconnues en chiffre d'affaires mais comptabilisées en « autres produits et charges non-courants ». Ensuite, la politique d'amortissement a été revue.

Le taux de rentabilité des actifs de cette activité est plus limité car la construction d'un parc éolien impose des investissements élevés. Le taux de rentabilité de chaque projet dépend principalement des facteurs suivants : le tarif garanti, le régime de vent du site sur lequel le projet est installé, l'investissement réalisé et la structure financière du projet (part du projet financé par endettement et taux d'intérêt de la dette).

Au terme de la durée de vie des éoliennes, le parc peut soit faire l'objet d'un redéveloppement (parfois appelé « repowering »), consistant à installer des éoliennes de nouvelles générations, soit être démantelé.

Afin de renforcer sa capacité d'investissement, la Société a mis en place un véhicule de co-financement avec des partenaires (la société suisse IWB et la société allemande Badenova), dénommé Theolia Utilities Investment Company (ci-après « TUIC »), dont elle détient 40%. La Société cède ainsi certains projets de son portefeuille à TUIC pour limiter les fonds propres immobilisés dans ses projets et ainsi optimiser sa gestion de trésorerie. La Société reste l'opérateur du projet, en réalisant la construction et l'exploitation du parc³. La Société a déjà cédé 67MW à son véhicule d'investissement, dont 54 MW sont en exploitation et 13 MW en construction.

Les perspectives de cette activité reposent non seulement sur le portefeuille de parcs détenu mais également sur la construction de nouveaux projets. Le développement du portefeuille de parcs éoliens de la Société dépend de sa capacité à identifier et développer des projets prometteurs, mais également du maintien d'un environnement réglementaire favorable et à plus long terme de la capacité de l'industrie éolienne à être compétitive sans tarifs garantis.

³ D'un point de vue comptable, ces projets font l'objet d'une intégration globale.

1.1.2. Le développement et la gestion de parcs

L'activité de développement et de gestion de parcs consiste, comme son nom l'indique, à développer des parcs éoliens et à les gérer pour le compte de tiers (notamment TUIC) et pour compte propre.

Graphe 5. Cycle de vie d'un projet de parc éolien



Le développement d'un parc éolien est un processus long (en moyenne de cinq à dix ans) qui suppose de maîtriser de nombreux savoir-faire (la prospection de sites, le développement du projet par la réalisation d'études et l'obtention des permis, le montage du financement, la construction et finalement l'exploitation du site pendant environ vingt ans).

Le chiffre d'affaires de l'activité de développement et gestion de parcs comprend :

- la facturation de prestations de développement et de construction réalisées pour le compte de tiers ;
- les honoraires de gestion des parcs éoliens exploités pour le compte de tiers ;
- pour un nombre limité de parcs, le produit de la vente de l'électricité produite pour le compte de tiers conformément aux contrats de prestation de services.

1.2 Après avoir été confrontée à des difficultés opérationnelles et financières, la Société retrouve des perspectives de développement favorables

1.2.1. La Société a fait face à des difficultés opérationnelles et financières

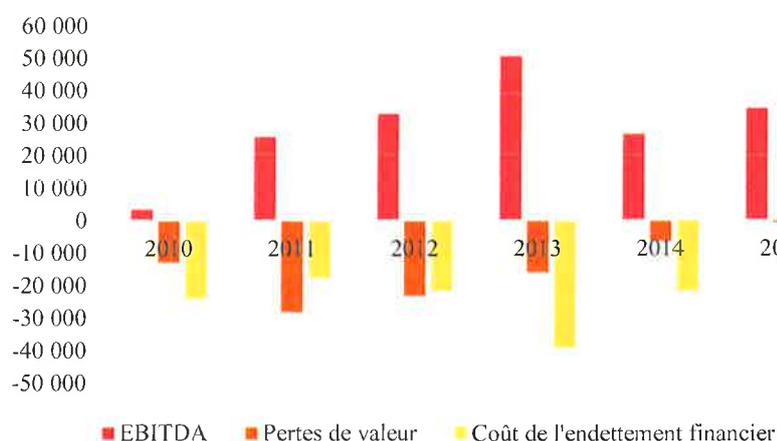
Créée en 1999 sous le nom de PMB Finance, la Société a connu une forte croissance en menant une stratégie de croissance externe ambitieuse portant sur les entités suivantes : le développeur français Ventura en 2005, la société allemande Natenco en 2006, un portefeuille de parcs d'une puissance de 165 MW à GE Energy Financial Services en 2007, le développeur italien Maestrone Green Energy en 2007, la Compagnie Eolienne du Détroit qui exploite un parc éolien de 50 MW au Maroc en 2008).

Cette croissance externe a été financée en partie par une émission d'OCEANE en 2007 pour un montant de 240 M€.

Ces multiples acquisitions ont longtemps pesé sur les performances de la Société car :

- elles ne lui ont pas permis de se structurer efficacement ce qui a pesé sur ses résultats opérationnels ;
- elles ont été réalisées à des prix qui se sont avérés trop élevés ce qui a conduit à constater de manière récurrente des pertes de valeur (leur montant cumulé s'est élevé à 87,8 M€ entre 2010 et 2015, cf. graphique 6) ;
- elles ont été à l'origine d'un endettement important générant des frais financiers élevés (leur montant cumulé s'est élevé à 134,8 M€ entre 2010 et 2015, cf. graphique 6).

Graphique 6. Evolution de l'EBITDA, des pertes de valeur comptabilisées et du coût de l'endettement financier sur la période 2010 / 2015⁴



Source : Documents de référence

Le processus de redressement financier de la Société a nécessité de restructurer par deux fois l'emprunt obligataire de 240 M€ émis en 2007, une première fois en 2010 et une seconde fois à la fin 2014.

La restructuration de l'année 2014 a conduit à la réalisation d'une augmentation de capital (ci-après « l'Augmentation de Capital de 2014 ») ayant conduit à l'émission de 119.547.052 actions à bons de souscription d'actions⁵ au prix unitaire de 0,50 euro.

⁴ Les données de l'année 2013 ne sont pas comparables car elles intègrent la société Breeze Two Energy.

⁵ Trois BSA donnaient la possibilité de souscrire une action au prix de 0,60 euro.

1.2.2. La Société a retrouvé des perspectives de développement favorables

L'assainissement opérationnel et financier mené par la Société lui permet aujourd'hui de se concentrer sur le développement de son portefeuille de parcs éoliens en France et au Maroc.

En 2015, la Société a ainsi mis en service un parc éolien de 21 MW (Haute Borne).

A mi-mai 2016, la Société disposait d'un portefeuille de nouveaux projets éoliens ayant obtenu toutes les autorisations nécessaires à leur installation ou à leur exploitation s'élevant à 199 MW :

- projet de Chemin Perré (18 MW) ;
- première et deuxième tranches du projet des Monts (13 MW et 35 MW) ;
- projet de Courant-Nachamps (21 MW) ;
- projet de Faydunes (12 MW) ;
- la première tranche du projet au Maroc (100 MW) ;

1.3 Un secteur en expansion, bénéficiant toujours d'une législation favorable et de l'intérêt des investisseurs dans un contexte de taux faibles

1.3.1. Un secteur en expansion bénéficiant d'une législation favorable

L'énergie éolienne bénéficie d'une technologie mature et fiable, d'un prix de revient qui se rapproche du prix de marché de l'électricité, d'un environnement réglementaire favorable, relativement stable, et de la prise en compte grandissante des préoccupations environnementales et des besoins de sécurisation de l'approvisionnement en énergie.

Le parc éolien mondial a ainsi enregistré une croissance de 17% en moyenne chaque année depuis 2010. Sur la seule année 2015, la puissance installée au niveau mondial a progressé de 63 GW pour porter le parc d'installations éoliennes en service dans le monde à près de 433 GW⁶.

⁶ Source : Global Wind Report – GWEC 2015

Graphe 7. Evolution historique des capacités mondiales installées entre 2010 et 2015 (en GW)



Source : Global Wind Report – GWEC 2015

Dans ce contexte, la Société bénéficie certes des incitations fortes des Etats en faveur des énergies renouvelables mais elle est également dépendante de la législation en matière de tarifs garantis. Notamment, l'environnement économique général, morose en Europe, pourrait peser sur les dispositions contractuelles incitatives accordées par les Etats, à l'instar des conditions moins avantageuses concédées sur l'énergie solaire depuis quelques années.

1.3.2. Un secteur suscitant l'intérêt des investisseurs dans un contexte de taux de rendement faibles

Les sociétés exploitant des parcs éoliens offrent des caractéristiques particulièrement intéressantes pour les investisseurs financiers. Ces actifs dégagent effectivement des flux de trésorerie stables et récurrents. Dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement faibles et malgré des prix de pétrole et de gaz également bas, ces actifs présentent donc des profils susceptibles d'intéresser les investisseurs à la recherche de rentabilité à moindre risque.

2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1 Un exercice 2015 marqué par le redressement opérationnel de la Société

Le tableau ci-dessous présente le compte de résultat simplifié de la Société pour les exercices 2014 et 2015.

En k€ au 31/12	2014 retraité ⁷	2015
Chiffre d'affaires	60 303	59 155
<i>Croissance en %</i>		<i>(1.9%)</i>
EBITDA	26 529	34 499
<i>En % du CA</i>	<i>44.0%</i>	<i>58.3%</i>
Amortissements	(20 548)	(19 945)
Provisions courantes	193	(395)
Résultat opérationnel courant	6 174	14 159
<i>En % du CA</i>	<i>10.2%</i>	<i>23.9%</i>
Provisions non-courantes	(326)	503
Autres produits et charges non-courants	(1 707)	865
Quote-part dans le résultat des coentreprises et entreprises associées	(72)	(1 421)
Pertes de valeur	(6 463)	(772)
Résultat opérationnel	(2 394)	13 334
<i>En % du CA</i>	<i>(4.0%)</i>	<i>22.5%</i>
Résultat financier	(22 406)	(8 678)
Impôt	(904)	(1 372)
Résultat net des activités poursuivies	(25 704)	3 285
Résultat net de l'ensemble consolidé	(27 050)	3 373
Dont part du groupe	(25 221)	1 975

Source : Document de référence de la Société - 2015

L'exercice 2015 marque l'aboutissement du redressement opérationnel de la Société qui a dégagé un premier exercice bénéficiaire.

⁷ Suite à l'exercice par la Société de l'option de sortie du capital de Breeze Two Energy le 3 juin 2015, les comptes consolidés 2015 présentent cette dernière en tant qu'activité abandonnée. Par conséquent, les compte consolidés 2014 ont été retraités par souci d'homogénéité.

Cette évolution positive entre 2014 et 2015 s'explique par les éléments suivants :

- la baisse du chiffre d'affaires résulte du fait que l'exercice 2014 avait été marqué par la cession d'un parc en Allemagne tandis que les conditions de vent ont été favorables en 2015 ;
- la hausse de l'EBITDA entre 2014 et 2015 résulte d'une augmentation des résultats de l'activité de vente d'électricité (EBITDA de 37,4 M€ contre 31,5 M€ l'année précédente) et d'une diminution des pertes de l'activité de développement et de gestion de parcs (EBITDA de -2,9 M€ contre -5,4 M€ en 2014) ;
- la quasi-disparition des pertes de valeur dont le montant a été divisé par près de dix entre 2014 et 2015 (0,77 M€ contre 6,46 M€) ;
- la diminution des frais financiers grâce à la restructuration financière entreprise fin 2014 (le coût de l'endettement financier net ayant baissé de 21,9 M€ en 2014 à 9,8 M€ en 2015).

2.2 Une activité capitalistique financée par une structure financière en grande partie assainie

Le tableau ci-dessous présente le bilan économique simplifié de la Société pour les exercices 2014 et 2015.

En k€ au 31/12	2014	2015
Immobilisations incorporelles	94 262	77 260
Immobilisations corporelles	442 556	252 619
Total (1)	536 818	329 879
BFR (2)	8 682	8 813
<i>En % du CA</i>	<i>14.4%</i>	<i>14.9%</i>
Capitaux employés (1) + (2)	545 500	338 692
<i>En % du CA</i>	<i>904.6%</i>	<i>572.6%</i>
Autres actifs et passifs	24 376	32 344
Actif économique	569 876	371 039
Capitaux propres	128 149	151 646
Dettes financières nettes	342 065	160 277
Provisions pour retraites	227	200
Provisions part non-courante	39 513	44 833
Impôts différés passifs	59 922	14 083
Capital financier	569 876	371 039

Source : Document de référence

L'analyse des écarts entre 2014 et 2015 revêt une pertinence limitée compte tenu de la déconsolidation de Breeze Two Energy intervenue en 2015.

Le bilan économique de la Société fait apparaître les éléments suivants :

- les éléments incorporels représentent toujours des montants significatifs (77,3 M€) et sont constitués de goodwill attachés à l'activité de développement et de gestion des parcs, des coûts de développement des parcs en exploitation et des projets en cours de développement et la valeur de la concession au Maroc ;
- le caractère capitalistique de l'activité nécessite de mobiliser des capitaux employés pour un montant de 338,7 M€ à la fin de l'exercice 2015 ;

- la rentabilité des capitaux employés⁸ reste faible à 4,2% ;
- le niveau des dettes financières nettes reste important du fait du solde des OCEANE à rembourser.

3. Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les menaces et opportunités sur son marché

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">✓ Un savoir-faire reconnu et une équipe managériale expérimentée.✓ Une structure financière assainie.✓ Forte préoccupation environnementale au niveau mondial et législation en faveur des énergies renouvelables.✓ Développement de nouveaux projets, qui devraient permettre de réaliser des économies d'échelle.	<ul style="list-style-type: none">✓ Forte implantation en Europe dont la croissance économique est limitée.✓ Un niveau d'endettement encore élevé compte tenu de l'intensité capitalistique requise et du solde des OCEANE à rembourser.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">✓ Forte croissance du marché mondial de l'éolien (+15% attendue entre 2015 et 2020).✓ Technologie mature et fiable permettant de limiter le prix par MW et impactant à la hausse les capacités de production.✓ Consolidation attendue du marché pour profiter des économies d'échelle.✓ Un secteur attractif pour les investisseurs dans un contexte de taux de rendement bas.	<ul style="list-style-type: none">✓ Forte dépendance à la législation en matière de tarif garanti et évolution défavorable de la réglementation en faveur de l'introduction progressive de mécanismes de marché.✓ Difficulté grandissante pour identifier des sites d'implantation rentables.✓ Course à la taille critique.

⁸ Calculée comme le rapport entre le résultat opérationnel courant et le montant des capitaux employés à la fin de l'exercice.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'Offre, il convient de déterminer la valeur des actions de la Société au 30 juin 2016.

A ce titre, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« Discounted Cash-Flow » ou « DCF ») à titre principal (3.). Nous présentons également la méthode des multiples de comparables boursiers (4.) et les références au cours de bourse (5.), à l'actif net comptable (6.) et aux transactions réalisées sur le capital (7.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action (2.).

1. Méthodes de références écartées

1.1 Référence aux objectifs de cours des analystes

La Société étant suivie par un seul analyste financier (Invest Securities)⁹, cette référence paraît peu significative.

Pour information, cet analyste a publié en 16 mars 2016 une note sur la Société, affichant un objectif de cours à 1 euro, en hausse par rapport à sa précédente note du 3 février 2016 (0,9 euro), compte tenu des résultats encourageants publiés par la Société.

1.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation.

Dans le cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Dès lors, cette méthode n'a pas été retenue.

⁹ Source : Bloomberg, Thomson.

1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

Cette méthode n'est pas applicable car la Société n'a pas distribué de dividendes depuis sa cotation.

1.4 Méthode des multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples moyens ou médians issus d'un échantillon de transactions récentes portant sur des sociétés de secteur d'activité comparable.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté à obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre d'une telle méthode trouve également ses limites dans le fait que le multiple peut être fortement impacté notamment par l'âge moyen du parc, la situation géographique des actifs ou la taille du portefeuille projets.

Par ailleurs, dans le cadre de notre analyse de l'équité, nous avons considéré que la valorisation des actions de la Société devait se faire sans prime de contrôle alors que les multiples de transactions comportent le plus souvent de telles primes.

Cette méthode n'est pas retenue à titre principal.

Nous présentons néanmoins ci-après les transactions que nous avons analysées et qui nous paraissaient les plus pertinentes. La mise en œuvre de cette méthode aboutirait à une valorisation des titres de 1,0 euro.

Attestation d'équité concernant l'offre publique d'achat simplifiée
visant les actions de la société FUTUREN - 5 juillet 2016

Date d'annonce	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	Valeur d'entreprise - VE (€)	Capacité (MW)	VE/ EBITDA
15/12/2014	Enel Green Power France SAS	France	Boralex Inc.	100%	293	186	9.3x
21/02/2013	Aerowatt SA	France	Quadran, SAS	40%	189	134	10.4x
19/05/2016	Fersa Energias Renovables SA	Spain	Audax Energia SL	100%	220	185	12.4x
22/10/2015	Eolia Renovables de Inversiones, S.C.R., S.A.	Spain	Oaktree Capital Management LP	100%	1 105	584	11.7x
02/10/2015	Grupo Iberwind	Portugal	Cheung Kong Infrastructure Holdings Limited; Power Assets Holdings Limited	50%	986	684	6.9x
Moyenne - Transactions retenues							10.1x
Médiane - Transactions retenues							10.4x

Source : MergerMarket

2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de 201,4 M€ que nous détaillons ci-dessous :

En k€	2015
Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Titres	-201.438
(-) Dettes financières nettes de trésorerie et d'actifs financiers	-208.436
<i>Passifs financiers courants et non courants</i>	-231.610
<i>Trésorerie</i>	22.282
<i>Actifs financiers</i>	892
(-) Provisions pour litiges et contrats défavorables	-15.760
(-) Provisions pour retraite	-200
(-) Intérêts minoritaires en valeur de marché	-7.291
(+) Titres mis en équivalence	3.150
(+) Cash lié à l'exercice des BSA	22.110
(+) Actifs / passifs liés aux activités en cours de cession	4.989

2.1.1. Commentaires sur la dette financière nette

La dette financière de la Société est constituée :

- de l'emprunt obligataire convertible (OCEANE) pour un montant de 67,2 M€ ;
- de dettes auprès des établissements de crédit pour un montant de 139,3 M€, correspondant principalement au financement de projet ;
- des instruments financiers (swap de taux d'intérêt) pour un montant de 9,1 M€
- d'autres dettes financières pour un montant de 15,9 M€.

Nous n'avons considéré que la part disponible de la trésorerie, soit 22,3 M€ au 31 décembre 2015.

La trésorerie réservée (26,1 M€) et la trésorerie bloquée (23,0 M€) ne sont pas immédiatement distribuables mais durant la vie du parc. Nous avons donc tenu compte

de ces éléments dans notre modèle d'actualisation des flux de trésorerie futurs au fur et à mesure du remboursement de la dette.

2.1.2. Commentaires sur les provisions pour litiges et contrats défavorables

Les provisions inscrites au bilan (44,8 M€) portent principalement :

- sur des litiges opérationnels anciens avec des développeurs en Italie et en Allemagne pour un montant de près de 13,5 M€ ;
- sur un contrat de vente d'électricité pour compte de tiers à marge garantie défavorable en Allemagne pour un montant de près de 2,2 M€ ;
- des coûts de démantèlement des parcs existants en France, en Allemagne et en Italie de près de 9,1 M€ ;
- des écritures comptables liées à la méthode de consolidation pour près de 20,0 M€.

Sur la base de nos entretiens avec les représentants de la Société, seules les provisions pour litiges et celle relative au contrat défavorable (soit 15,7 M€) ont été prises en compte et considérées comme ayant un caractère de dette au vu de leur probabilité importante de décaissement à moyen terme. Nous comprenons qu'elles ne constituent pas un risque récurrent dans le cadre du cycle d'exploitation de la Société (garanties données aux clients...).

Les coûts de démantèlement sont pris en compte dans le modèle d'actualisation des flux de trésorerie au niveau de la valeur terminale des projets.

2.1.3. Commentaires sur les intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires, inscrits au bilan pour une valeur nette comptable de -30 k€, et en particulier ceux relatifs aux parcs portés par la société TUIC, dans laquelle FUTUREN détient une participation de 40%, ont été réévalués en valeur de marché sur la base des projections transmises par les représentants de la Société.

Sur ces bases, nous aboutissons à une valeur des intérêts minoritaires réévalués de 7,3 M€.

2.1.4. Commentaires sur le cash lié à l'exercice des BSA

Pour rappel, dans le cadre de sa restructuration financière en décembre 2014, la Société avait émis des actions assorties de BSA, pour lesquels, jusqu'au 9 juin 2016 inclus, l'exercice de trois BSA donnait droit à la souscription d'une action FUTUREN au prix fixe de 0,60 euro par action.

Au total, 112 856 073 BSA ont été exercés dont 110 547 780 au cours de l'année 2016, ce qui conduit à prendre en compte un encaissement de près de 22,1 M€.

2.1.5. Commentaires sur les impôts différés actifs liés aux déficits reportables

La Société dispose d'importants déficits reportables dont la valeur est incluse dans les impôts différés actifs d'un montant de 5,3 M€ dans son bilan au 31 décembre 2015.

Nous avons appréhendé la valeur des déficits reportables dont dispose la Société directement dans notre modèle d'actualisation des flux de trésorerie futurs.

2.2 Nombre de titres pris en compte

Le capital de la Société se compose de 222 902 852 actions (source : communiqué de la Société du 16 juin 2016) suite à l'exercice des BSA.

La Société ne détient pas de titres d'autocontrôle.

Nous avons retenu les actions attribuées gratuitement en cours d'acquisition, soit un maximum de 3 979 645 nouvelles actions potentielles, sur la base de nos échanges avec le management concernant leurs conditions d'acquisition.

Nous avons donc retenu un nombre de 226 882 497 titres.

3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

3.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur de la Société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur issue de cette méthode est constituée (i) de la valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation de la Société sur la période couverte par les prévisions et (ii) de la valeur actualisée de la valeur terminale.

Cette méthode requiert de déterminer :

- les résultats prévisionnels ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement ;
- le taux d'actualisation ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie est usuellement mise en œuvre en utilisant un coût moyen pondéré du capital. L'utilisation du coût moyen pondéré du capital permet de valoriser les économies d'impôt liés aux frais financiers sous réserve que (i) la structure financière de la société reste constante dans le temps en termes de ratio « dette financière nette sur valeur d'entreprise » et (ii) les frais financiers génèrent effectivement une économie d'impôt dans la mesure où la société est bénéficiaire¹⁰.

Cette mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie nous paraît inappropriée dans le secteur de l'énergie éolienne dans la mesure où les sociétés détiennent très majoritairement des actifs à durée de vie finie (les parcs éoliens) dont la structure d'endettement n'est pas stable dans le temps¹¹.

C'est pourquoi nous avons mis en œuvre la méthode de la VAN ajustée¹² qui consiste à décomposer la valeur d'un actif en deux éléments :

- la valeur des flux de trésorerie futurs revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux en les actualisant à un taux sur fonds propres déterminé sur la base d'une structure financière sans dettes ;

¹⁰ Copper I., K.G., Nyborg, Valuing the Debt Tax Shield, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 19 n°2, Spring 2007, pp. 50-59

¹¹ Il est usuel par exemple que la durée du financement bancaire obtenu pour un parc éolien soit équivalente à celui pendant lequel il bénéficiera d'un tarif garanti alors que sa durée de vie, et donc de génération de flux, est supérieure de plusieurs années.

¹² Cette approche est notamment préconisée dans l'article de Cooper et Nyborg (2007) et plus particulièrement dans le cas du secteur éolien par une étude du cabinet Deloitte (Establishing the investment case – Wind Power, avril 2014).

- la valeur actualisée des économies d'impôts générées par l'endettement.

Par ailleurs, il y a lieu de souligner que nous avons évalué la valeur du stock de déficits reportables de la Société au 31 décembre 2015 sur la base des prévisions que nous avons retenues. Pour mémoire, ces déficits reportables sont inscrits pour un montant limité de 5,3 M€ au bilan de la Société au 31 décembre 2015.

3.2 Présentation des prévisions retenues

La Société nous a communiqué son plan d'affaires couvrant la période 2016-2020 arrêté par son conseil d'administration ainsi que les plans d'affaires construits pour tester la valeur de ses actifs chaque année.

Ces deux jeux de prévisions se distinguent notamment sur la durée sur laquelle il porte, les prévisions relatives aux parcs éoliens considérant l'ensemble de leur durée de vie.

Sur la base de ces éléments et des entretiens que nous avons eus avec le management de la Société, nous avons construit un plan d'affaires distinguant les parcs en exploitation (3.2.1), les projets de parc (3.2.2) et les activités de développement et de gestion des parcs (3.2.3).

3.2.1. Les parcs en exploitation

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Horizon des prévisions : en France, validité du décret pendant quinze ans à partir de la mise en service, puis vente de l'électricité à prix de marché pendant cinq ans. En Allemagne, validité du décret de vingt ans à la date de mise en service.
- Hypothèses de vent : Elle est basée sur les historiques de production, soit en France, en Italie, en Maroc en P75¹³ et en Allemagne en P90 ajusté.
- Tarif : Jusqu'à l'échéance du contrat, le tarif garanti stipulé dans le contrat est retenu. A partir de 2030, pour les parcs toujours en activité, un prix de 94€ / MW, inflaté, est considéré.

¹³ Les hypothèses de vent P50, P75, P90 sont des scénarios statistiques. L'hypothèse P90 revient à considérer que la production prévisionnelle en MWh sera dépassée 90% des années sur la durée de vie du projet, P75 et P50, respectivement 3/4 de la durée de vie et la moitié de la durée de vie.

- Investissements et variation du besoin en fonds de roulement : les variations de besoin en fonds de roulement sont marginales et aucun investissement complémentaire n'est attendu sur la durée de vie des projets. Les frais de maintenance sont comptabilisés en charges opérationnelles.

A la fin de la durée de vie des parcs, une valeur terminale a été retenue pour tenir compte à la fois de la possibilité de redévelopper le parc et des coûts de démantèlement du parc existant, ce qui explique pourquoi nous n'avons pas retenu les provisions pour démantèlement dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

3.2.2. Les projets de parcs

Notre valorisation tient compte des projets de parcs retenus par la Société dans son plan d'affaires de la période 2016-2020, et en particulier pour la France :

- en 2016, le projet de Chemin Perré (18 MW) et la première tranche du projet des Monts (13 MW) ;
- en 2018, le projet de Courant-Nachamps (21 MW) ;
- en 2019, la deuxième tranche du projet des Monts (35 MW) et le projet de Faydunes (12 MW).

La plupart de ces parcs dispose de permis purgés de tous recours.

Comme pour les parcs existants, nous avons retenu un horizon de prévisions de vingt ans correspondant à la période quinze ans de validité du décret à partir de la mise en service, puis une période additionnelle de cinq ans de vente de l'électricité à prix de marché.

La valeur terminale de ces projets a été estimée suivant la même méthodologie que celle adoptée pour les parcs en exploitation.

Concernant les projets de la Société au Maroc, nous avons considéré la première tranche du projet d'une taille de 100 MW sur la base d'une hypothèse de valeur au MW installé. Compte tenu des incertitudes relatives à la seconde tranche de ce projet (200 MW), aucune valeur, même probabilisée, n'a été prise en compte.

3.2.3. Les activités de développement et de gestion des parcs

Nous avons retenu les prévisions du management qui reposent sur la capacité de la société à développer régulièrement de nouveaux champs et à redévelopper une grande part des parcs existants.

Compte tenu des incertitudes liées à l'évolution des technologies dans le domaine éolien, à l'évolution des prix de marché de l'électricité, à la volonté des gouvernements de poursuivre la subvention des énergies renouvelables, nous avons calculé la valeur terminale en faisant l'hypothèse qu'au-delà de l'horizon de prévision du management la rentabilité des capitaux employés de cette activité serait égale au taux de rendement requis par les apporteurs de capitaux¹⁴.

3.3 Détermination du taux d'actualisation

3.3.1. Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Compte tenu de l'approche de VAN ajustée mise en œuvre, le taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs correspond à un coût des fonds propres sans dettes.

L'économie fiscale liée à la déductibilité fiscale des charges financières est actualisée au coût de la dette attendu sur les nouveaux projets (soit environ 3,0%).

Nous avons donc calculé un coût des fonds propres pour chaque pays dans lesquels la Société est présente afin d'appréhender leurs profils de risque (France, Allemagne, Italie et Maroc).

3.3.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut, c'est-à-dire les obligations d'Etat à 10 ans.

Le tableau ci-dessous présente les taux sans risque retenus pour chaque pays.

¹⁴ En pratique, cette hypothèse revient à considérer que la valeur terminale est égale à la valeur des capitaux employés.

Pays	Taux sans risque	Moyenne retenue
France	0.48%	3 mois
Allemagne	0.12%	3 mois
Italie	1.42%	3 mois
Maroc	2.89%	3 mois

Source : Bloomberg, Damodaran pour le Maroc

En l'absence de données sur les obligations d'état marocaines, nous avons retenu un taux sans risque marocain correspondant au rendement des obligations d'Etat allemandes (Bund) de maturité 10 ans, majoré d'une prime de risque pays, telle que proposée par Damodaran en février 2016 (2,77%), sur la base du spread obligataire des pays notés comme le Maroc (« BBB- » par l'agence de notation S&P et « Ba1 » par Moody's).

3.3.3. Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- Elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- Elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur.

Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹⁵.

3.3.4. Bêta

Nous avons estimé le bêta sur la base de l'échantillon de sociétés comparables à la Société, intervenant dans le développement et l'exploitation de parcs éoliens en Europe, présentées de manière plus détaillée dans la suite de ce rapport (cf. 4.2).

Il a été déterminé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans. Les sociétés comparables dont le coefficient de corrélation (r^2) est inférieur à 10% ont été exclues.

Nous aboutissons à un bêta de 0,38.

3.3.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers¹⁶.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps 2015 aboutit à une estimation de la prime de taille de 3,58%¹⁷.

¹⁵ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

¹⁶ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

Par ailleurs, nous observons qu'un tel effet de taille existe dans les sociétés du secteur et qu'il aboutit à une décote d'environ 30% entre les multiples de valorisation des sociétés de petite taille et les sociétés de grande taille (cf. 4.2). Nous avons corroboré le niveau de la prime de taille prise en compte dans le taux d'actualisation par les multiples implicites issus de l'approche DCF, qui apparaissent en ligne avec les multiples sectoriels décotés.

3.3.6. Coût des fonds propres retenus

Le tableau ci-après présente le coût des fonds propres de chaque pays retenus dans nos analyses.

Tableau 1. Coût des fonds propres retenus par pays

France	Allemagne	Italie	Maroc
6.0%	5.6%	6.9%	8.4%

Les coûts des fonds propres ainsi déterminés ont été appliqués aux parcs existants, comme aux nouveaux projets et aux activités de développement et de gestion de parcs, étant observé que les sociétés intervenant dans le secteur disposent d'activités de développement et d'exploitation, à tout le moins pour compte propre.

3.4 Valeur par action à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

Sur la base des hypothèses définies précédemment, cette approche aboutit à une valeur de l'action de la Société de 0,97 euro.

Une analyse de sensibilité de cette valeur au coût des fonds propres (+/- 0,5%) et à la marge d'EBITDA des projets de parcs sur la période où les tarifs sont garantis (+/- 2,5%) fait ressortir une valeur de l'action de la Société comprise entre 0,88 euro et 1,06 euros.

Valeur par action (€)	Sensibilité au taux d'actualisation par pays			
	0,5%	x	(0,5%)	
Marge sur la durée de la période de tarif garanti des nouveaux projets en France	72,5%	0,88	0,95	1,02
	75,0%	0,90	0,97	1,04
	77,5%	0,92	0,99	1,06

¹⁷ Source : "2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital" – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 633 M\$.

Le prix d'Offre fait alors ressortir une décote comprise entre -21% et -34% par rapport à la valeur déterminée par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

4. Méthode des multiples boursiers

4.1 Principe

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.

4.2 Présentation des sociétés retenues

Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur des énergies éoliennes en Europe, en privilégiant les sociétés exploitant des parcs pour compte propre, générant un niveau de marge élevé et présentant une taille similaire à celle de la Société en termes de capacités de production, de chiffre d'affaires et de capitalisation boursière. Compte tenu de ces critères, notre échantillon est limité à trois sociétés.

- Alérion Cleanpower est une société italienne spécialisée dans la production d'électricité à partir d'énergies renouvelables, et particulièrement à partir d'énergie éolienne. Elle est présente principalement en Italie (10 fermes) et est en cours de développement en Bulgarie (1 ferme). Avec une capacité de production de 307 MW, la société a généré en 2015 un chiffre d'affaire de près de 44 M€.
- Falck Renewables est une société italienne spécialisée dans les énergies renouvelables. Elle est à la tête d'un portefeuille de projets éoliens en Europe avec une concentration de ses activités sur le Royaume-Uni, la France, l'Italie et l'Espagne. Avec des installations d'une capacité de production de 726 MW, elle a généré en 2015 un chiffre d'affaires de près de 271 M€.
- Greentech Energy Systems est une société danoise spécialisée dans les énergies nouvelles, et notamment les énergies éoliennes. Elle est présente au Danemark, en Allemagne, en Pologne, au Norvège ainsi qu'en Italie. Elle dispose de 263MW d'installations éoliennes et a généré en 2015 un chiffre d'affaires de près de 47 M€.

Pour information, la société Pne Wind Reg AG, retenue dans notre échantillon de sociétés comparables pour déterminer le bêta, ne figure pas dans notre échantillon de

multiples boursiers, en l'absence de prévisions communiquées par les analystes financiers.

- Pne Wind Reg AG est une société allemande spécialisée dans l'énergie éolienne, on shore et offshore. Elle est présente principalement en Europe notamment en Allemagne mais aussi aux Etats-Unis, au Canada et en Afrique du Sud. Elle dispose de 141 MW d'installations éoliennes et 50 MW de projets en cours de développement et a généré en 2015 un chiffre d'affaires de près de 110 M€.

Compte tenu de leur exposition géographique au marché nord et/ou sud-américain et leur taille significativement plus importante, tant en termes de capacités de production, de chiffre d'affaires et de capitalisation boursière, nous avons exclu les sociétés suivantes :

- Boralex est une entreprise canadienne spécialisée dans le développement, la construction et l'exploitation de sites de production d'énergies renouvelables, notamment l'énergie éolienne et hydraulique. La société est présente au Canada et en France avec des perspectives de développement au Danemark et aux États-Unis. Avec ses 2,3 GW d'installations dont 1,1 GW sous contrôle, Boralex a généré en 2015 un chiffre d'affaires de c. 268 M€ (près de 186 M€).
- Edp Renovaveis est une société espagnole spécialisée dans l'énergie éolienne présente en Espagne, au Portugal, en France, en Belgique, en Pologne, en Roumanie, en Italie, aux États-Unis, au Canada et au Brésil. Avec une capacité de production de 9,6 GW, la société a généré en 2015 un chiffre d'affaires total de 1 547 M€.

Le tableau ci-après synthétise les principales caractéristiques des sociétés de notre échantillon :

- leur taille au travers de leur capitalisation boursière (« Capi. B ») et leur valeur d'entreprise (« VE ») ;
- la croissance attendue de leur chiffre d'affaires sur la période 2015 – 2017 ;
- leur profitabilité prévisionnelle (marge d'EBITDA) sur la période 2015 – 2017 ;
- leur multiples de VE / EBITDA. Les multiples de VE / EBIT n'ont pas été retenus en raison de la différence des politiques d'amortissement des sociétés de l'échantillon.

Nous attirons l'attention sur le fait qu'un seul analyste financier suit chacune des sociétés comparables présentées dans notre échantillon. La pertinence des multiples boursiers ainsi déterminés peut ainsi être affectée.

Les multiples des sociétés exclues de notre échantillon (Boralex et Edp Renovaveis) sont présentés à titre purement indicatif, afin de mettre en lumière la prime de taille qu'ils extériorisent¹⁸ et les disqualifient à ce titre de notre échantillon.

¹⁸ La prime de taille ainsi extériorisée ressort autour de 37% en 2016 et 2017.

*Attestation d'équité concernant l'offre publique d'achat simplifiée
visant les actions de la société FUTUREN - 5 juillet 2016*

Société	Pays	VE (m€)	Capi. B (m€)*	VE/EBITDA			% croissance CA			% marge EBITDA		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tier 1												
Alerion Cleanpower	Italie	270	70	9,8x	7,2x	6,6x	(0,5%)	24,4%	8,2%	62,3%	67,7%	68,3%
Falck Renewables Spa	Italie	866	231	6,0x	6,6x	6,0x	9,0%	(6,4%)	1,4%	53,2%	51,9%	56,4%
Greentech Energy Systems	Danemark	231	91	7,9x	6,2x	6,2x	(6,9%)	28,9%	-	62,0%	61,3%	61,3%
Moyenne - Tier 1				7,9x	6,7x	6,3x				59,2%	60,3%	62,0%
Médiane - Tier 1				7,9x	6,6x	6,2x				62,0%	61,3%	61,3%
Tier 2												
Boralex Inc - A	Canada	2.086	856	18,5x	11,1x	10,7x	37,1%	33,1%	4,4%	60,4%	75,5%	75,3%
Edp Renovaveis Sa	Espagne	12.127	5.901	10,6x	10,0x	9,3x	34,2%	11,0%	8,1%	73,8%	70,5%	70,3%
Moyenne - Tier 2				14,6x	10,6x	10,0x				67,1%	73,0%	72,8%
Médiane - Tier 2				14,6x	10,6x	10,0x				67,1%	73,0%	72,8%
Futuren	France						(1,9%)	-	-	58,3%	-	-

* Capitalisation boursière : moyenne 1 mois au 30 juin 2016

Source : Bloomberg

4.3 Valeur par action à partir de la méthode des multiples boursiers

Nous retenons les multiples moyens d'EBITDA 2016 et 2017.

Ce multiple a été appliqué à l'EBITDA 2016 (respectivement 2017) du plan d'affaires de la Société, ajusté afin de tenir compte d'un scénario de vent à P75, alors que le plan d'affaires retient un scénario de vente à P90, par cohérence avec les données retenues pour la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Compte tenu des données disponibles dans les états financiers des sociétés comparables, l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres présentée au paragraphe 2 a été modifiée dans la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers pour tenir compte de la valeur de la trésorerie réservée et de la trésorerie bloquée et de la valeur des déficits reportables.

Nous aboutissons à une fourchette de valeur des actions de la Société comprise entre 0,60 euro et 0,63 euro.

Le prix d'Offre fait alors ressortir une prime comprise entre 11% et 16%.

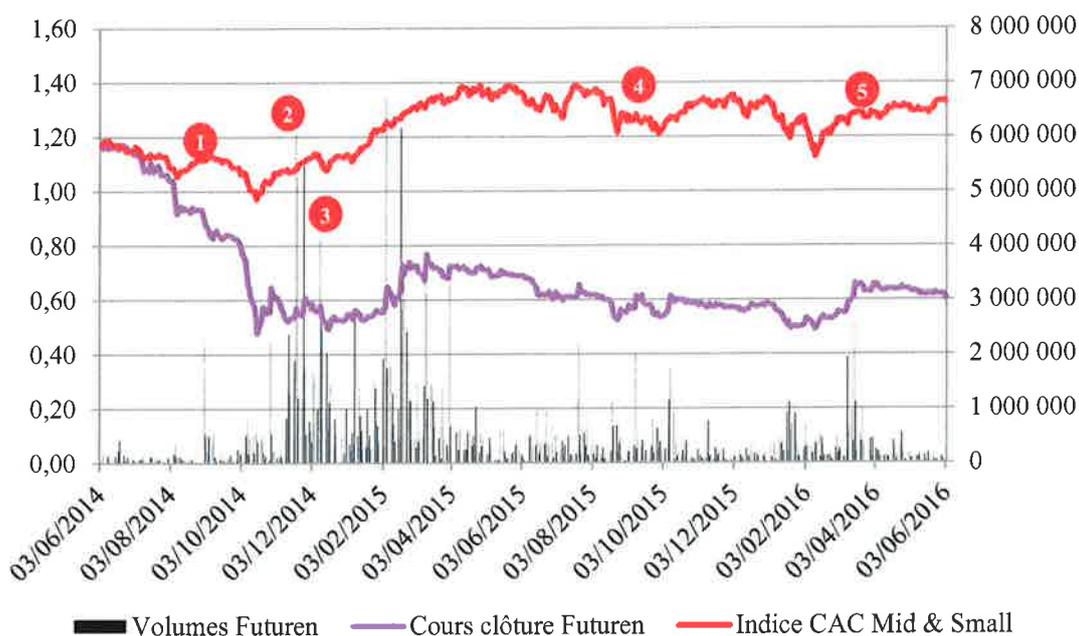
5. Référence au cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse sur les deux dernières années.

L'analyse du cours de bourse de la Société a été arrêtée en date du 3 juin 2016, date du dernier jour de négociation précédent le dépôt du projet d'Offre.

Graphe 8. Evolution du cours de bourse de FUTUREN sur deux ans au 3 juin 2016



Légende	Date	Evènement
1	26/08/2014	Signature d'un accord avec le principal obligataire de THEOLIA en vue de la restructuration de sa dette
2	10/11/2014	Lancement d'une augmentation de capital de 60 M€ par THEOLIA
3	11/12/2014	Finalisation du plan de restructuration de THEOLIA
4	09/09/2015	Changement de nom de THEOLIA devenant ainsi FUTUREN
5	16/03/2016	Publication du bénéfice net 2015 de FUTUREN (3.4 M€)

Source : Bloomberg

Le cours a connu des variations significatives dans des volumes d'échanges conséquents. En effet, le volume moyen quotidien d'échange s'est élevé à 306 000 titres sur l'année écoulée.

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'au 3 juin 2016 :

Graph 9. Analyse du cours de bourse de FUTUREN sur un an depuis le 3 juin 2016

Au 3 juin 2016	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	20 jours	60 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	0,61	0,62	0,63	0,58	0,59	0,62	0,63
Prime induite par le prix de l'offre	14,8%	13,1%	11,2%	20,2%	18,2%	13,3%	10,7%
Cours le plus haut (€)	-	0,63	0,66	0,66	0,69	0,63	0,66
Cours le plus bas (€)	-	0,60	0,55	0,49	0,49	0,60	0,59
Volume moyen quotidien (en milliers)	-	121	300	288	306	127	308
Volume cumulé (en milliers)	-	2.773	19.170	36.603	78.920	2.544	18.461
Nb de jours avec échanges	-	23	64	127	258	20	60
Nb de jours de bourse	-	23	64	127	258	20	60
Rotation du capital	0,36%	0,07%	0,16%	0,15%	0,16%	0,07%	0,15%

Source : Bloomberg

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 14,8% sur la base du cours spot du 3 juin 2016. Cette prime est comprise entre 10,7% et 20,2% selon la durée du calcul des moyennes pondérées des cours. Le prix d'Offre fait également apparaître une légère prime (+1,4%) sur le cours le plus haut sur un an.

6. Référence à l'actif net comptable (à titre indicatif)

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif comptable, supposé mesurer la valeur des actifs en place. Elle est considérée comme un minimum dès lors que le rendement des actifs est au moins égal au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais pour Weighted Average Cost of Capital).

Cette méthode est généralement peu pertinente dans la mesure où elle ne reflète pas les performances futures d'un groupe du secteur des énergies renouvelables, caractérisé par la continuité de son exploitation et des projets de développement importants.

Néanmoins, compte tenu de l'histoire de la Société, son actif est composé de nombreux éléments qui ont été acquis et ont ensuite fait l'objet de provisions pour dépréciation de manière à ramener leur valeur comptable à leur valeur de marché.

Nous avons calculé l'actif net comptable par action sur la base des données au 31 décembre 2015 et en tenant compte de l'exercice des BSA.

Nous obtenons une référence de 0,78 euro par action que nous présentons à titre indicatif uniquement compte tenu des limites inhérentes à cette approche.

Le prix d'Offre fait ressortir une décote de 10% sur la base de l'actif net comptable par action.

7. Référence aux transactions sur le capital de la Société (à titre indicatif)

Cette approche consiste à analyser les transactions significatives intervenues récemment sur le capital de la Société.

Nous avons retenu à cet égard deux transactions significatives.

Tout d'abord, l'offre publique d'achat initiée par le groupe Macquarie (ci-après « Macquarie ») en mai 2013 nous paraît constituer une référence pertinente pour les raisons suivantes :

- Macquarie avait obtenu dans le cadre de son offre des titres représentant 64,49% du capital de la Société ;

L'offre de Macquarie n'a pas eu de suite positive car la condition minimale consistant à obtenir au moins deux tiers des droits de vote sur une base diluée et non diluée n'avait pas été satisfaite.

- Macquarie est un groupe disposant d'une expérience importante notamment dans les investissements en matière d'infrastructure et d'énergie qui avait eu accès à des données internes de la Société pour formuler son offre.

L'offre de Macquarie avait été formulée à 1,70 euro par action regroupée¹⁹. Ce montant doit néanmoins être ajusté pour tenir compte de l'effet de l'Augmentation de Capital de 2014 et de l'exercice des BSA et des OCEANE.

¹⁹ Les actions avaient fait l'objet d'un regroupement de deux actions anciennes pour une nouvelle.

Après prise en compte de ces opérations subséquentes à l'offre de Macquarie et qui ont dilué la valeur de l'action, nous obtenons une référence de 0,87 euro.

Ensuite, l'Augmentation de Capital de 2014 constitue une référence pour les raisons suivantes :

- Il s'agissait d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.
- Malgré la référence à l'offre de Macquarie de mai 2013, les actionnaires n'ont pas exercé la totalité de leurs droits préférentiels.

Cette opération fait ressortir une référence de 0,46 euro si on considère que le prix de l'Augmentation de Capital de 0,50 euros incluait un BSA d'une valeur de 0,04 euro (cf. note d'opération de l'Augmentation de Capital de 2014, paragraphe 4.2.2).

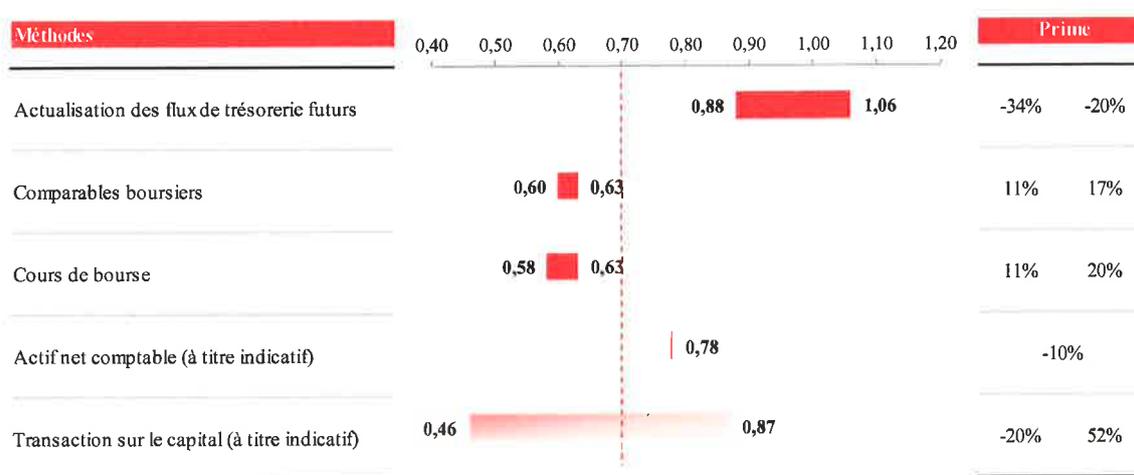
Nous obtenons des références comprises entre 0,46 euro et 0,87 euro que nous présentons à titre indicatif uniquement compte tenu du délai écoulé entre la date des opérations ayant donné lieu à ces références et la date de l'Offre.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 52% sur la base du prix de l'Augmentation de Capital de 2014 et une décote de -20% sur la base du prix d'offre ajusté proposé par Macquarie.

8. Synthèse de nos travaux de valorisation

Le graphique ci-dessous représente les fourchettes de valorisation l'action selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que les primes et les décotes induites par le prix d'Offre de 0,70 euros.

Graph 10. Synthèse de valeur – Titres de la Société



V. EVALUATION DE L'OCEANE

Après avoir présenté les caractéristiques des OCEANE (1.), nous analyserons son cours de bourse (2.).

Nous étudierons ensuite les différentes alternatives qui s'offrent aux détenteurs d'OCEANE dans le cadre l'Offre : demander le rachat anticipé des OCEANE en cas de changement de contrôle (3.), convertir les OCEANE en bénéficiant du ratio ajusté applicable en cas d'offre publique puis apporter les titres ainsi obtenus à l'offre (4.) ou conserver les OCEANE afin de continuer à bénéficier de leur valeur théorique (5.).

1. Présentation des caractéristiques des OCEANE

Les caractéristiques des OCEANE, émises par la société au cours de l'année 2007, ont été successivement modifiées en juillet 2010 (cf. prospectus n° 10-198 en date du 23 juin 2010) puis en décembre 2014 (cf. prospectus n° 14-591 en date du 7 novembre 2014) de telle sorte que ses principales caractéristiques sont les suivantes :

- 1/ La valeur nominale des OCEANE a été réduite à 11,764 euros tandis que des remboursements partiels seront effectués le 1^{er} janvier des années 2017, 2018 et 2019 respectivement pour un montant de 1,702 euro, 2,431 euros et 1,945 euros par OCEANE.
- 2/ Au fur et à mesure des remboursements partiels, la valeur nominale, le ratio de conversion, le prix de rachat anticipé en cas de changement de contrôle et le taux du coupon évoluent selon les modalités indiquées dans le tableau 11.

Graph 11. Evolution des principales caractéristiques des OCEANE

Du	Au	Valeur nominale en euros	Ratio de conversion (hors ajustement)	Prix de rachat anticipé si changement de contrôle (en €)	Coupon semestriel (en % de la valeur nominale)
11/12/2014	31/12/2016	11,764	9,222	8,024	3,922%
01/01/2017	31/12/2017	10,062	7,266	6,322	3,613%
01/12/2018	31/12/2018	7,631	4,472	3,891	2,932%
01/12/2019	31/12/2019	5,686	2,236	1,946	1,967%

- 3/ Les OCEANE ne sont plus convertibles ou échangeables après le 10^{ème} jour ouvré précédant le 31 décembre 2019.

- 4/ Les détenteurs d'OCEANE disposent de la faculté de demander leur rachat pour un prix égal à 1,946 € le 1^{er} janvier 2020.
- 5/ A partir du 1^{er} janvier 2020, les OCEANE ne pourront plus être converties, rachetées ou remboursées et donneront droit à un coupon calculé sur la base d'un taux annuel de 0,1% de leur valeur nominale et seront remboursées en totalité le 1^{er} janvier 2041 à la valeur nominale de 5,686 euros par OCEANE.

2. Référence au cours de bourse (à titre indicatif)

La référence au cours de l'OCEANE est donnée à titre indicatif compte tenu de la faiblesse des échanges qui est illustrée par le fait que le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre était le 11 mai 2016 et que l'OCEANE a coté 41 jours au cours de l'année passée.

Graph 12. Analyse du cours de bourse de l'OCEANE sur 1 an

Au 3 juin 2016 - En €	Spot ²⁰	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cour moyen pondéré par les volumes	8,40	8,40	8,01	8,12	8,12
Prime induite par le prix d'Offre	-3,9%	-3,9%	0,8%	-0,6%	-0,6%
Cours le plus haut		8,40	8,50	8,69	8,69
Prime induite par le prix d'Offre		-3,9%	-5,1%	-7,1%	-7,1%
Cours le plus bas		8,40	7,70	7,52	7,52
Prime induite par le prix d'Offre		-3,9%	4,8%	7,3%	7,3%
Volume moyen		3 371	1 651	1 485	1 134
Nb jours de cotation		2	16	28	41

Source : Bloomberg

Le prix d'Offre fait ressortir, selon l'horizon retenu, par rapport au cours moyen pondéré par les volumes soit une légère prime (+0,8%) soit une légère décote (-3,9%).

²⁰ Le 11 mai 2016.

3. Valeur des OCEANE dans le cadre de l'exercice de la clause de rachat anticipé en cas de changement de contrôle

Il existe une clause de rachat anticipé au gré des porteurs des OCEANE en cas de changement de contrôle de la Société (cf. paragraphe 4.9.5.2 de la note d'opération de l'augmentation de capital).

Cette clause stipule que le prix de rachat anticipé s'élève dans ce cas à 8,024 euros majoré de l'intérêt à payer au titre de la période courue depuis la dernière date de paiement des intérêts, soit le 1^{er} juillet 2016.

Le tableau ci-dessous présente le calcul du prix de rachat anticipé coupon attaché jusqu'au 27 juillet 2016, soit le terme de la période de rachat anticipé.

Graphe 13. Prix de rachat anticipé coupon attaché

Date	Coupon	Prix coupon attaché	Date	Coupon	Prix coupon attaché	Date	Coupon	Prix coupon attaché
5-juil.-16	0,005	8,029	13-juil.-16	0,015	8,039	21-juil.-16	0,025	8,049
6-juil.-16	0,006	8,030	14-juil.-16	0,016	8,040	22-juil.-16	0,027	8,051
7-juil.-16	0,008	8,032	15-juil.-16	0,018	8,042	23-juil.-16	0,028	8,052
8-juil.-16	0,009	8,033	16-juil.-16	0,019	8,043	24-juil.-16	0,029	8,053
9-juil.-16	0,010	8,034	17-juil.-16	0,020	8,044	25-juil.-16	0,030	8,054
10-juil.-16	0,011	8,035	18-juil.-16	0,021	8,045	26-juil.-16	0,032	8,056
11-juil.-16	0,013	8,037	19-juil.-16	0,023	8,047	27-juil.-16	0,033	8,057
12-juil.-16	0,014	8,038	20-juil.-16	0,024	8,048			

Le prix d'Offre de 8,07 euros est légèrement supérieur à la valeur des OCEANE intégrant le coupon couru jusqu'au 27 juillet 2016.

4. Valeur des OCEANE en cas de conversion sur la base du ratio ajusté applicable en cas d'offre publique

Les porteurs des OCEANE disposent de la possibilité de convertir chaque OCEANE en 9,222 actions jusqu'à la date du 31 décembre 2016 (cf. paragraphe 4.16.3.2), sachant qu'en cas de conversion aucun intérêt n'est payé au titre de la période courue (cf. paragraphe 4.16.4).

Les porteurs bénéficient d'un ratio de conversion majoré en cas d'offre publique (cf. paragraphe 4.16.8.4) selon la formule suivante : $NRAA = RAA \times [1 + 25 \% \times (J / JT)]$ où :

- NRAA correspond au ratio de conversion ajusté pendant la période d'offre publique ;
- RAA correspond au ratio de conversion en vigueur avant l'ouverture de l'offre ;
- J correspond au nombre de jours exact restant à courir entre la date d'ouverture de l'offre (incluse) et le 31 décembre 2019 (inclus) ;
- JT correspond au nombre de jours exact compris entre la date de réalisation de l'Augmentation de Capital de 2014 (incluse – c'est-à-dire la date de règlement livraison des actions nouvelles avec bons de souscription d'action de l'Augmentation de Capital 2014) et le 31 décembre 2014 (inclus).

En retenant une date d'ouverture de l'Offre au 19 juillet 2016, l'application de la formule induit un ratio de conversion ajusté de 10,794 et fait ressortir une valeur de conversion des OCEANE de 7,56 euros sur la base d'un prix d'Offre des actions de 0,70 euro.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 6,7% par rapport à la valeur de conversion des OCEANE.

5. Valeur théorique des OCEANE

5.1 Méthodologie

La valeur d'une OCEANE peut être décomposée entre un **plancher obligataire**, c'est-à-dire la valeur actualisée des flux futurs d'une obligation en l'absence de conversion (coupons, remboursements partiels, remboursement anticipé du 1^{er} janvier 2020 ou remboursement normal du 1^{er} janvier 2041), et une **composante optionnelle**, valorisant le droit de convertir l'OCEANE en actions de la Société.

Nous avons évalué le plancher obligataire en mettant en œuvre une approche actuarielle traditionnelle consistant à actualiser chaque flux en tenant compte d'un taux d'actualisation calculé comme la somme d'un taux sans risque et d'un spread de crédit.

Nous avons évalué la composante optionnelle à l'aide d'un modèle binomial adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE, notamment l'évolution de son ratio de conversion.

L'OCEANE a été évaluée en faisant l'hypothèse que les porteurs exerceraient leur faculté de demander le rachat des OCEANE au prix de 1,946 euro le 1^{er} janvier 2020. Cette hypothèse a été adoptée en comparant ce montant de 1,946 euro à la valeur anticipée du plancher obligataire au 1^{er} janvier 2020.

5.2 Paramètres d'évaluation

5.2.1. Valeur de l'action FUTUREN

Dans le contexte de l'Offre, nous avons considéré deux références de la valeur de l'action de la Société :

- le cours de bourse de 0,61 euro avant l'annonce de l'Offre ;
- le prix d'Offre soit 0,70 euro.

Nous avons tenu compte de l'effet dilutif que la conversion des OCEANE aurait sur la valeur des actions. Nous avons en effet considéré que la dynamique du cours de l'action n'avait pas tenu compte jusqu'ici de la possibilité d'une conversion.

5.2.2. Volatilité de l'action FUTUREN

La volatilité à retenir pour l'évaluation de la composante optionnelle devrait être la volatilité anticipée par les investisseurs. Cependant, celle-ci n'est pas observable sur les marchés.

Nous avons donc retenu la moyenne entre la volatilité observée sur l'action de la Société depuis la réalisation de l'Augmentation de Capital de 2014 (soit 38%) et la volatilité observée sur le tier 1 de l'échantillon de sociétés comparables (soit 32%), soit 35%.

5.2.3. Taux de dividende

La Société n'ayant jamais versé de dividendes, nous avons retenu un taux de dividende anticipé de 0%.

5.2.4. Taux sans risque

Nous avons retenu la courbe des taux swap comme référence du taux sans risque.

5.2.5. Spread de crédit

Nous avons retenu un spread de crédit de 6,80% correspond à la moyenne des spread observés sur des émissions de sociétés disposant d'une note de crédit compris entre B- et B+ que nous considérons comme représentatif de celui de la Société.

5.2.6. Marge de repo

Compte tenu de la faible taille de la Société, en termes de capitalisation boursière, et de la liquidité de son titre, nous avons retenu une marge de repo de 7,0%.

5.3 Résultat

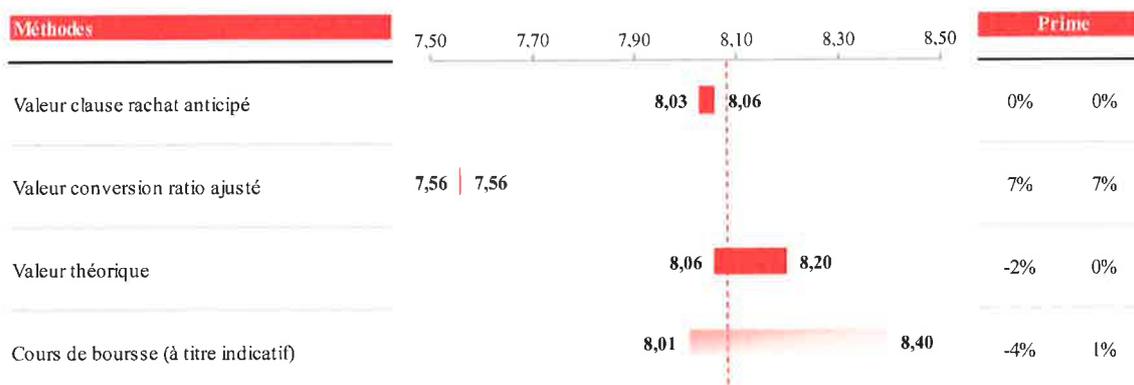
Sur la base du cours de bourse précédent l'annonce de l'Offre, la valeur théorique de l'OCEANE ressort à 8,06 euros et le prix d'Offre fait ressortir une légère prime de 0,1%.

Sur la base du prix d'Offre de 0,70 euro, la valeur théorique de l'OCEANE ressort à 8,20 euros et le prix d'Offre fait ressortir une légère décote de -1,6%.

5.4 Synthèse de nos éléments de valorisation

Le graphique ci-dessous représente les fourchettes de valorisation de l'OCEANE selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que les primes et les décotes induites par le prix d'Offre de 8,07 euros, coupon détaché.

Graphe 14. Synthèse de valeur – OCEANE



VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS ET DES OCEANE PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

1. Eléments d'appréciation du prix des actions

Nous avons effectué la comparaison de nos travaux avec ceux d'Oddo & Cie (« la Banque ») sur la base du projet de note d'information. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous :

Grphe 15. Comparaison des travaux – Banque Présentatrice vs. Expert Indépendant

	Banque Présentatrice			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Actualisation des flux de trésorerie		n.a.		0,87	0,96	1,05
Multiplés boursiers	0,67	0,68	0,69	0,60	0,61	0,63
Cours de bourse	0,49		0,66	0,58		0,63
Actif net comptable		n.a.			0,78	
Transactions récentes sur le capital		0,50		0,46		0,87

1.1 Choix des méthodes d'évaluation et des références

En matière de choix des méthodes et des références, la principale différence résulte du fait que la Banque n'a pas été mesurée de mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie future car elle n'a pas eu accès aux prévisions établies par la Société.

La Banque a considéré que l'actif net comptable pas action ne constituait pas une référence pertinente compte tenu des limites propres à cette approche. Nous estimons en revanche que cette référence est pertinente à titre indicatif compte tenu des particularités de la Société, notamment le fait que son actif est constitué de nombreux éléments qui ont été acquis puis dépréciés de manière à ce qu'ils reflètent au moins leur valeur de marché.

1.2 Détermination des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres

La détermination des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres est relativement différente entre nos travaux (201,4 M€) et ceux de la Banque (111,1 M€).

Cette différence résulte du fait que nous avons eu accès aux données et prévisions de la Société ce qui nous a permis :

- d'incorporer la valeur de la trésorerie réservée et de la trésorerie bloquée dans notre modèle de flux de trésorerie actualisés ;
- de déterminer le montant des provisions pouvant être considérées comme ayant un caractère de dettes ;
- de déterminer la valeur des déficits reportables sur la base de la durée de vie des parcs ;
- de déterminer la valeur de marché des intérêts minoritaires et des titres des sociétés mises en équivalence.

Par ailleurs, le nombre de titres de la Société que nous avons retenu tient compte des actions gratuites en cours d'acquisition.

1.3 Mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers

La différence entre nos résultats et ceux de la Banque résulte principalement de la définition de l'échantillon de comparables.

Nous avons écarté la société EnergieKontor car nous considérons que le poids de ses activités de développement est trop important par rapport à celui de la Société et les sociétés EDP Renovaveis et Boralex car nous estimons que l'écart de taille est trop important.

Nous avons ajouté la société Greentech Energy Systems que nous estimons comparable à la Société en termes d'activité et de taille car nous disposons de prévisions.

1.4 Références aux transactions récentes sur le capital

Nous notons deux éléments expliquant les écarts entre nos résultats et ceux de la Banque dans les références aux transactions récentes sur le capital.

Tout d'abord, nous avons considéré que la référence au prix d'offre de Macquarie était pertinente pour autant qu'on tienne compte de la dilution liée à l'Augmentation de Capital de 2014 et à l'exercice des BSA.

Ensuite, nous avons retenu le prix de l'Augmentation de Capital (0,50 euro) minoré de la valeur théorique des BSA (0,04 euro) contrairement à la Banque qui a retenu le prix de 0,50 euro.

2. Eléments d'appréciation du prix des OCEANE

Nous notons des écarts entre nos résultats et ceux de la Banque pour le calcul de la valeur théorique de l'OCEANE.

Ces écarts résultent de deux éléments.

Tout d'abord, nous avons mis en œuvre une méthode d'évaluation binomiale tenant compte de la dilution liée à la conversion des OCEANE.

Ensuite, nous avons une légère différence concernant le niveau du spread de crédit.

VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le Conseil d'administration de FUTUREN en application de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF et plus particulièrement de ses alinéas 1 et 2 qui visent le risque de conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la Société, et 5 qui vise le cas où il existe des instruments financiers de catégorie différente.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur qui résulte de la constitution d'une action de concert et de l'exercice de bons de souscription d'actions.
- L'Initiateur a fait part de sa volonté de poursuivre la stratégie mise en place par le conseil d'administration et de conserver à cet effet le management actuel.
- L'Offre est une offre facultative du point de vue des actionnaires minoritaires qui seront libres d'y répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres, l'Initiateur ayant renoncé à la possibilité de mettre en œuvre un retrait obligatoire.
- L'Initiateur a clairement indiqué que l'un des motifs de son Offre était de constituer un bloc de contrôle majoritaire susceptible de faciliter une cession ultérieure à laquelle les actionnaires minoritaires pourront participer s'ils convertissent leurs titres à l'issue de la présente offre.
- Le prix d'Offre sur les titres représente une prime de 11% à 20% sur la base de la référence au cours de bourse et une prime de 11% à 16% sur la base de la méthode des comparables boursiers.
- Le prix d'Offre représente en revanche une décote comprise entre 21% et 34% par rapport à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Nous considérons que le prix d'Offre de 0,70 euro par action ne reflète pas la valeur fondamentale de la Société, résultant notamment de l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cependant, (i) le prix d'Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité à un prix supérieur aux comparables boursiers et au cours de Bourse et (ii) les actionnaires minoritaires, qui le souhaiteraient, peuvent conserver leurs titres pour profiter, éventuellement, d'une valorisation potentiellement plus intéressante notamment dans le cadre d'une cession ultérieure, qui

constitue un objectif annoncé de l'Initiateur²¹. Ils auront ainsi la possibilité, même avec une liquidité réduite, de réaliser leur capital.

Nous observons que le prix d'Offre de 8,07 euros par OCEANE, coupon détaché, est équitable car il respecte le principe d'égalité de traitement des différents porteurs d'instruments financiers en se situant dans la fourchette d'estimation obtenue.

Nous considérons en conséquence que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les porteurs de titres de la Société.

Fait à Paris, le 5 juillet 2016



Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation



Teddy Guerineau
Associé Sorgem Evaluation

²¹ Projet de note d'information, paragraphe 1.1.3.

Annexe : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société ;
- Entretiens avec la direction de la Société sur les points suivants :
 - > description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > présentation de la performance historique ;
 - > présentation du plan d'affaires et des éléments relatifs aux tests de dépréciation d'actifs ;
 - > explication des litiges en cours.
- Entretiens avec l'Initiateur pour se faire présenter l'Offre et appréhender son contexte et ses motifs ;
- Prendre connaissance du pacte d'actionnaires ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
- Analyse du cours de l'action et de l'OCEANE : analyse de la liquidité et de l'évolution du cours ;
- Evaluation de la Société sur la base de la méthode des flux de trésorerie futurs ;
- Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre la Société et les sociétés comparables et évaluation de la Société sur la base de la méthode des comparables boursiers ;

- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par la Banque dans le cadre des éléments d'appréciation du prix d'Offre ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

FUTUREN :

M. Fady Khallouf : Directeur Général

Mme Elodie Fiorini : Responsable communication et relations investisseurs

Boussard & Gavaudan :

M. Emmanuel Boussard : Fondateur

M. Charles-Edouard Joseph : Responsable Analyse Fondamentale

Oddo & Cie :

M. Vincent Rietzler : Managing Director

M. Romain Attard : Vice President

M. Gary Kurtz : Associate

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés de la Société	FUTUREN
Plan d'affaires	FUTUREN
Rapport d'évaluation de la Banque	Oddo & Cie
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Notes d'analystes	Thomson One
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg / sites internet / Orbis / Thomson One / Mergermarket

4. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 7 juin 2016, date de notre désignation par le Conseil d'Administration de la Société, au 5 juillet, date de présentation des conclusions du présent rapport au Conseil d'Administration de la Société.

5. Rémunération

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Sorgem Evaluation s'établit à 80.000 € hors taxes.

ADDENDUM

Dans notre attestation d'équité du 5 juillet 2016, nous avons effectué la comparaison du résultat de nos travaux avec ceux d'Oddo & Cie (« la Banque ») sur la base du projet de note d'information.

Postérieurement à la date de publication de ce projet de note, la Banque a eu accès au management de FUTUREN (ci-après « la Société ») ainsi qu'à des informations relatives à ses prévisions financières et au bilan de la Société au 31 décembre 2015.

La Banque a donc modifié dans la note d'information ses éléments d'appréciation du prix de l'Offre pour les actions, sur la base de ces nouvelles informations.

L'objet de cet addendum est donc de mettre à jour la comparaison du résultat de nos travaux avec ceux de la Banque apparaissant dans la note d'information.

La comparaison du résultat de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous :

	Banque			Expert		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Actualisation des flux de trésorerie	0,94	1,02	1,09	0,88	0,97	1,06
Multiples boursiers	0,63	0,65	0,66	0,60	0,61	0,63
Cours de bourse	0,49		0,66	0,58		0,63
Actif net comptable		n.a.			0,78	
Transactions récentes sur le capital		0,46		0,46		0,87

Nous commenterons successivement les différences apparaissant dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (1.) et des multiples boursiers (2.).

1. Mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

En liminaire, nous notons que :

1/ Notre fourchette de valorisation des actions de la Société résultant de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie est cohérente avec celle de la Banque.

2/ La Banque a également utilisé la méthode de la VAN ajustée qui consiste à valoriser de manière séparée les flux revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux (en utilisant un taux sur fonds propres sans dettes) et les économies d'impôts liées à la dette.

Le tableau suivant présente les principales sources d'écarts entre notre valeur centrale pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et celle de la Banque :

	En €
Valeur unitaire des titres pour l'Expert	0,97
Différence sur le nombre de titres	+0,02
Différences sur la valeur d'entreprise	-0,04
<i>dont impact du taux d'actualisation</i>	-0,08
<i>dont impact modélisation activités dvp, exploitation France</i>	-0,05
<i>dont impact des reports déficitaires</i>	+0,06
Différences sur les ajustements entre VE et valeur des titres	+0,07
Valeur unitaire des titres pour la Banque	1,02

La différence concernant le nombre de titres pris en compte résulte du fait que nous avons tenu compte des actions gratuites existantes. Nous retenons ainsi un nombre de titres de 226 882 497 (dont 3 979 645 actions gratuites) tandis que la Banque en retient 222 902 852.

La différence sur la valeur d'entreprise¹ (le chiffre négatif dans le tableau signifie que nous obtenons une valeur d'entreprise supérieure à celle de la Banque) résulte principalement des items suivants :

- nous retenons des taux d'actualisation légèrement inférieurs à ceux de la Banque, principalement parce que nous retenons une prime de risque de marché plus faible que celle de la Banque ;

¹ Cette comparaison est effectuée sur la base des éléments retenus par la Banque dans la valeur d'entreprise. Il existe des différences de présentation entre la Banque et nous concernant les éléments retenus dans la valeur d'entreprise et dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres. Par exemple, la Banque a retenu l'ensemble de la trésorerie de la Société dans ses éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres, tandis que nous avons tenu compte de la trésorerie réservée et de la trésorerie bloquée dans notre calcul de la valeur d'entreprise. Les différences relatives à la trésorerie réservée et à la trésorerie bloquée sont donc présentées ici dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres. En présentant nos différences avec la Banque ainsi, nous nous concentrons sur les différences de fonds plutôt que sur des différences de présentation.

	France	Allemagne	Italie	Maroc
Expert (1)	5,98%	5,63%	6,92%	8,40%
Banque (2)	6,56%	6,10%	7,91%	9,69%
Différence (2) - (1)	0,58%	0,47%	0,99%	1,29%

- nous avons retenu des hypothèses différentes pour modéliser les activités de développement et de construction de la Société en France ;
- nous n'avons pas valorisé, par prudence, les reports déficitaires qui pourraient être imputés sur les résultats des nouveaux projets, contrairement à la Banque.

Les principales différences concernant les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres (le chiffre positif dans le tableau signifie que les éléments d'ajustement retenus par la Banque diminuent dans une proportion moins importante la valeur des titres) sont les suivants :

- Nous avons considéré que la trésorerie réservée et la trésorerie bloquée ne sont pas immédiatement distribuables mais durant la vie du parc. La Banque n'a retenu cette hypothèse que pour la trésorerie bloquée.
- La Banque a considéré un effet d'impôts sur les provisions pour risques et charges de la Société ayant un caractère de dettes.
- La Banque a valorisé les intérêts minoritaires pour un montant plus élevé que nous.

2. Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Le tableau suivant présente les principales sources d'écarts entre notre fourchette de valorisation pour la méthode des comparables boursiers et celle de la Banque :

En €	Bas	Haut
Valeur unitaire des titres pour l'Expert	0,60	0,63
Différence sur le nombre de titres	+0,01	+0,01
Différence sur l'EBITDA retenu	-0,05	-0,07
Différence sur le multiple retenu	+0,09	+0,10
Différences sur les ajustements entre VE et valeur des titres	-0,01	-0,01
Valeur unitaire des titres pour la Banque	0,63	0,66

La différence concernant l'EBITDA (le chiffre négatif dans le tableau résulte du fait que nous retenons un EBITDA supérieur à la Banque) s'explique par le fait que nous avons retenu la prévision du management de la Société, ajustée pour tenir compte d'un scénario de vent P75 et non de P90, tandis que la Banque retient l'EBITDA résultant des prévisions qu'il a reconstruites.

La différence concernant le multiple appliqué (le chiffre positif dans le tableau signifie que les multiples de notre échantillon sont inférieurs à ceux de l'échantillon de la Banque) s'explique, comme nous l'avons indiqué dans notre attestation du 5 juillet 2016, par les sociétés retenues dans l'échantillon. Nous avons écarté la société EnergieKontor car nous considérons que le poids de ses activités de développement est très élevé par rapport à celui de la Société et les sociétés EDP Renovaveis et Boralex car nous estimons que l'écart de taille est trop important.

L'impact des différences en matière d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres n'est pas le même dans la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (+0,07 euro) et la méthode des comparables boursiers (-0,01 euro). Cela résulte du fait que la Banque et nous retenons des ajustements différents suivant les méthodes mises en œuvre².

Fait à Paris, le 20 juillet 2016



Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation



Teddy Guerin
Associé Sorgem Evaluation

² Par exemple, le montant de la trésorerie prise en compte est une source de différence entre la Banque et nous dans la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie car nous avons modélisé différemment la manière dont la trésorerie réservée et la trésorerie bloquée pourraient être appréhendées par les actionnaires de FUTUREN. En revanche, la Banque et nous retenons dans la méthode des comparables boursiers la trésorerie pour le montant apparaissant au bilan. En effet, quand nous calculons la valeur d'entreprise des comparables, nous retenons la totalité de leur trésorerie car ils ne fournissent aucun détail, contrairement à la Société, concernant la répartition entre la trésorerie disponible, la trésorerie réservée et la trésorerie bloquée.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RG AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de FUTUREN (www.futuren-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de FUTUREN.

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

« 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 FUTUREN