

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE A LA NOTE D'INFORMATION RELATIVE À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

**pour les actions Neoen et les obligations convertibles et/ou échangeables en actions
Neoen nouvelles et/ou existantes**

INITIÉE PAR

BROOKFIELD RENEWABLE HOLDINGS SAS



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°25-031 en date du 11 février 2025 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Neoen 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, I (1°, 2° et 4°), II et III du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), le rapport du cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par M. Olivier Peronnet et M. Maxime Rogeon, agissant en qualité d'expert indépendant, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Neoen (www.neoen.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu gratuitement au siège social de Neoen, 22 rue Bayard, 75008 Paris, France.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de Neoen seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	1
2. Contexte de l'offre	8
2.1 Motifs de l'Offre	8
2.2 Présentation de l'Initiateur.....	11
2.3 Déclarations de franchissement de seuil et d'intentions	13
2.4 Data Room	14
2.5 Termes de l'Offre	14
2.6 Ajustement des termes de l'offre.....	15
2.7 Nombre et nature des Actions visées par l'Offre.....	16
2.8 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites	18
2.9 Situation des actionnaires détenant des actions dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE)	22
2.10 Situation des porteurs d'OCEANES.....	23
2.10.1 Apport à l'Offre	24
2.10.2 Remboursement anticipé en cas de changement de contrôle.....	24
2.10.3 Droits des porteurs d'OCEANES en cas d'offre publique.....	25
2.11 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre.....	28
2.12 Procédure d'apport à l'Offre.....	30
2.12.1 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché.....	31
2.12.2 Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris	31
2.13 Faculté pour l'Initiateur d'acquérir des Actions et des OCEANES pendant la durée de l'Offre	32
2.14 Calendrier indicatif de l'Offre	33
2.15 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires	34
2.16 Restrictions de l'Offre à l'étranger.....	35
3. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ	37
4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	37
5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	50
6. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO- DETENUES	51
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	51
7.1 Engagement de BPI d'apporter ses Actions à l'Offre	51

7.2	Réinvestissement des dirigeants.....	52
7.3	Accords de liquidité	54
7.4	Autres accords dont la Société a connaissance.....	56
8.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	56
8.1	Structure du capital social et actionnariat.....	56
8.1.1	Capital social de la Société	56
8.1.2	Structure de l'actionnariat de la Société	56
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote attachés aux actions et au transfert des actions ou clauses de conventions portées à la connaissance de la société en vertu de l'article L. 233-11 du code de commerce français.....	59
8.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote attachés aux actions et au transfert des actions.....	59
8.2.2	Clause dans les accords prévoyant des conditions préférentielles pour la vente ou l'achat d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de la société	59
8.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont la Société a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	59
8.4	Liste et description des détenteurs de titres de la Société assortis de droits de contrôle spéciaux	64
8.5	Mécanismes de contrôle prévus dans le système d'actionnariat salarié lorsque les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	65
8.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui pourraient entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote...	65
8.7	Règles de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration et modifications des statuts de la Société	65
8.7.1	Règles de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration.....	65
8.7.2	Règles applicables aux modifications des statuts de la Société	67
8.8	Pouvoirs du conseil d'administration, notamment en matière d'émission ou de rachat de titres.....	67
8.9	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	71
8.9.1	Engagements financiers.....	71
8.9.2	Les contrats d'émission des OCEANES.....	71
8.9.3	Contrat de crédit syndiqué	71
8.9.4	Autres accords dont la Société a connaissance.....	72
8.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les employés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans motif réel et sérieux, ou si leur emploi prend fin à la suite d'une offre publique.	72

9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN APPLICATION DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	73
10.	AUTRES INFORMATIONS SUR LA SOCIETE	74
11.	PERSONNES RESPONSABLES de la NOTE EN REPONSE.....	74

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du Règlement Général de l'AMF, Brookfield Renewable Holdings SAS, société par actions simplifiée au capital social de 1.000 euros, ayant son siège social au 39 rue de Courcelles, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 928 680 024 (« **Brookfield Renewable Holdings** » ou l'« **Initiateur** ») propose irrévocablement à tous les actionnaires de Neoen S.A., une société anonyme à conseil d'administration et au capital social de 305.697.548 euros, ayant son siège social au 22 rue Bayard, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 508 320 017 (« **Neoen** » ou la « **Société** », et conjointement avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** »), et à tous les porteurs d'obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes de la Société émises par la Société le 2 juin 2020 (les « **OCEANES 2020** ») et d'obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes de la Société émises par la Société le 14 septembre 2022 (le « **OCEANES 2022** » et, conjointement avec les OCEANES 2020, les « **OCEANES** »), d'acquérir, en numéraire :

- l'ensemble des actions de la Société qui sont négociées sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0011675362, symbole mnémonique « NEOEN » (les « **Actions** »),
- l'ensemble des OCEANES 2020 de la Société qui sont négociées sur le système multilatéral de négociation Euronext Access (« **Euronext Access** ») sous le code ISIN FR0013515707, et
- l'ensemble des OCEANES 2022 de la Société qui sont négociées sur Euronext Access sous le Code ISIN FR001400CMS2,

que l'Initiateur ne détient pas (sous réserve des exceptions exposées ci-après), directement ou indirectement, au prix de :

- 39,85 euros par Action (le « **Prix de l'Offre par Action** »),
- 48,14 euros par OCEANE 2020 (le « **Prix de l'Offre par OCEANE 2020** »), et
- 105.000,00 euros par OCEANE 2022 (le « **Prix de l'Offre par OCEANE 2022** »),

dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire dont les modalités sont décrites ci-après (l'« **Offre** ») et qui pourra être suivie, si les conditions sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire des Actions et/ou des OCEANES conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du Règlement Général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Offre résulte de la réalisation de l'Acquisition de Bloc (décrite à la Section 2.1).

Le 2 janvier 2025, BNP Paribas et Société Générale (ensemble, les « **Banques Présentatrices** », en qualité de banques présentatrices de l'Offre, ont déposé pour le compte de l'Initiateur le projet

d'Offre libellé initialement, s'agissant des OCEANES 2022 au prix unitaire de 101.382,00 euros coupon attaché (l'« **Offre Initiale** ») ainsi qu'un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information Initial** ») auprès de l'AMF. Le même jour, la Société a déposé un projet de note en réponse auprès de l'AMF (le « **Projet de Note en Réponse Initial** »).

Dans un communiqué de presse du 24 janvier 2025, l'Initiateur a annoncé sa décision de procéder au relèvement du prix de l'Offre des OCEANES 2022 de 101.382,00 euros par OCEANE 2022 (coupon attaché) dans l'Offre Initiale à 105.000,00 euros par OCEANE 2022 (coupon attaché). Le Prix de l'Offre par Action et le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 sont restés inchangés.

Le 28 janvier 2025, les Banques Présentatrices ont ainsi déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre révisé afin de refléter ce rehaussement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 de 101.382,00 euros par OCEANE 2022 (coupon attaché) dans l'Offre Initiale à 105.000,00 euros¹ par OCEANE 2022 (coupon attaché) (l'« **Offre Révisée** ») ainsi qu'un projet de note d'information révisé (le « **Projet de Note d'Information Révisé** »). Le même jour, la Société a déposé un projet de note en réponse révisé auprès de l'AMF.

L'initiateur s'était réservé la faculté, à compter du dépôt du projet d'Offre Initiale auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions ou des OCEANES, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A ce titre, Brookfield Renewable Holdings a acquis sur le marché (i) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par Action, 21.214.001 Actions représentant 13,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société², (ii) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par OCEANE 2020, 1.103.895 OCEANES 2020, étant précisé que l'Initiateur n'a acquis aucune OCEANE 2022.

À la date de la Note en Réponse³, Brookfield Renewable Holdings détient :

- directement,
 - o 102.411.101 Actions (soit 67.00 % du capital social et 67.08 % des droits de vote de la Société),
 - o 1.103.895 OCEANES 2020, acquises sur le marché au Prix de l'Offre par OCEANE 2020 suite à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du Projet de

¹ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir section 2.8 de la Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

² Sur la base d'un capital social de la Société au 30 novembre 2024, composé de 152.848.774 Actions représentant autant de droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (i.e., informations disponibles à la date du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF, soit le 2 janvier 2025).

³ Sur la base du capital social de la Société au 31 janvier 2025 composé de 152.848.774 Actions représentant autant de droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

Note d'Information Initial le 2 janvier 2025, et conformément à l'article 231-38 du Règlement Général de l'AMF, et

- par voie d'assimilation en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce :
 - o (i) 545.672 Actions XB Indisponibles (telles que définies ci-dessous) (soit 0,36% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) à l'égard desquelles Brookfield Renewable Holdings bénéficie d'une Option d'Achat (telle que définie ci-dessous) au Prix de l'Offre par Action pour chaque Action XB Indisponible exerçable à compter du 16 avril 2025, conformément au Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro (décrit en Section 7.2(a)), (ii) 39.943 Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8 et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro) détenues par M. Xavier Barbaro, (iii) 1.600 Actions PEE (telles que définies ci-après) détenues par M. Xavier Barbaro, et (iv) 180.832 Actions Gratuites 2024⁴ (telles que définies ci-dessous et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro)) détenues par M. Xavier Barbaro,
 - o (i) 442.895 Actions⁵, (ii) 9.445 Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8 et couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Romain Desrousseaux), et (iii) 120.555 Actions Gratuites 2024⁶ (telles que définies ci-dessous et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Romain Desrousseaux) détenues directement ou indirectement par M. Romain Desrousseaux, et
 - o 14.330 Actions (soit 0,009% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) par l'intermédiaire d'Aranda Investments Pte. Ltd., une société par actions à responsabilité limitée (*private company limited by shares*) de droit singapourien, ayant son siège social au 60B, Orchard Road, #06-18, The Atrium @Orchard, Singapour 238891 et dont le numéro d'identification unique (Unique Entity Number) est 200312481K (« **Aranda Investments** »), une filiale détenue indirectement à 100% par Temasek Holdings (Private) Limited, une société exonérée à responsabilité limitée (*exempt Private Limited company*) de droit singapourien, dont le siège social est situé au 60B, Orchard Road, #06-18, The Atrium @Orchard, Singapour 238891 et dont le numéro d'identification unique (Unique Entity Number) est 197401143C (« **Temasek** »).

⁴ Etant précisé que ces Actions Gratuites 2024 sont encore en cours d'acquisition et ne sont pas prises en compte dans le total de 103.464.986 Actions détenues directement et indirectement, seul et de concert, par l'Initiateur.

⁵ Comprenant 286.408 Actions disponibles, 154.885 Actions RD Susceptibles d'Être Apportées et 1.602 Actions PEE.

⁶ Etant précisé que ces Actions Gratuites 2024 sont encore en cours d'acquisition et ne sont pas prises en compte dans le total de 103.464.986 Actions détenues directement et indirectement, seul et de concert, par l'Initiateur.

Au total, l'Initiateur détient, directement et indirectement, seul et de concert, et par assimilation, 103.464.986 Actions (soit 67,69% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) et 1.103.895 OCEANES 2020.

L'Initiateur ne détient pas, à la date de la Note d'Information, directement ou indirectement, seul et de concert, ou par assimilation, d'OCEANES 2022.

Dans la mesure où, du fait de l'Acquisition de Bloc, l'Initiateur a franchi le seuil de 30 % du capital social et des droits de vote de la Société, l'Offre est obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre vise :

- (i) toutes les Actions, en circulation ou à émettre, qui ne sont pas détenues directement par l'Initiateur, soit les Actions :
 - qui sont déjà émises autres que les Actions Exclues (telles que définies ci-dessous), soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 49.499.390 Actions,
 - qui peuvent être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14), à l'exception des Actions Exclues (telles que définies ci-dessous), au résultat de l'acquisition par leurs bénéficiaires d'Actions Gratuites attribuées par la Société dans le cadre des Plans d'Actions Gratuites (tels que définis en Section 2.8), c'est-à-dire, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 265.822⁷ Actions correspondant à l'ensemble des Actions Gratuites 2022 et à un maximum de 105.416 Actions Gratuites Accélérées 2023,
 - qui peuvent être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14) dans le cadre de la conversion des OCEANES 2020, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 3.101.212 nouvelles Actions⁸,
 - qui peuvent être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14) dans le cadre de la conversion des OCEANES 2022, soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 7.502.772 nouvelles Actions⁹,

⁷ La période d'acquisition des Actions Gratuites Accélérées 2023 prendra fin le 28 février 2025. Ces Actions Gratuites Accélérées 2023 seront donc disponibles à compter du 3 mars 2025. La date de clôture de l'Offre étant le 13 mars 2025, les Actions Gratuites Accélérées 2023 pourront être apportées à l'Offre et seront visées par le Retrait Obligatoire.

⁸ Sur la base du taux de conversion ajusté suivant (NCER) : 1,204.

⁹ Sur la base du taux de conversion ajusté suivant (NCER) : 2.500,924.

soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 60.359.196 ; et

- (ii) toutes les OCEANES en circulation qui ne sont pas détenues par l'Initiateur, soit à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 2.575.758 OCEANES 2020 et 3.000 OCEANES 2022.

Parmi les Actions visées par l'Offre, les 271.566¹⁰ Actions PEE Indisponibles (telles que définies ci-dessous) ne pourront pas être apportées à l'Offre (sauf en cas de déblocage anticipé conformément aux lois et règlements applicables). Toutefois, les Actions PEE Indisponibles seront visées par le Retrait Obligatoire, le cas échéant.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas :

- les Actions auto-détenues par la Société, le conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas les apporter à l'Offre, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, 188.338 Actions (représentant 0,12% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société)¹¹,
- les Actions Gratuites Indisponibles (telles que définies ci-dessous), soit à la connaissance de la Société et à la date des présentes, un maximum de 811.522¹² Actions Gratuites (ces Actions étant juridiquement et techniquement indisponibles et ne pouvant être apportées à l'Offre). La situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites dans le cadre de l'Offre est décrite dans les Sections 2.8 et 7.2(a) de la présente Note en Réponse. Les Actions Gratuites Indisponibles (telles que définies ci-dessous) seront couvertes par les Contrats de Liquidité (tels que définis à la Section 7.2(a)),
- les Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8), soit à la connaissance de la Société et à la date des présentes, un maximum de 49.388 Actions Gratuites (ces Actions étant juridiquement et techniquement indisponibles et ne pouvant être apportées à l'Offre). La situation des bénéficiaires d'Actions Indisponibles des Dirigeants dans le cadre de l'Offre est décrite dans les Sections 2.8 et 7.2(a) de la présente Note en Réponse. Les Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8) sont couvertes par les Contrats de Liquidité conclus respectivement par M. Xavier Barbaro et M. Romain Desrousseaux (tels que définis à la Section 7.2(a)),

¹⁰ Nombre d'Actions PEE Indisponibles au 31 janvier 2025.

¹¹ Il est précisé en tant que de besoin qu'une partie des actions auto-détenues sera notamment utilisée afin d'être attribuée aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Accélérées 2023.

¹² La période d'acquisition des Actions Gratuites Accélérées 2023 prendra fin le 28 février 2025. Ces Actions Gratuites Accélérées 2023 seront donc disponibles à compter du 3 mars 2025. La date de clôture de l'Offre étant le 13 mars 2025, les Actions Gratuites Accélérées 2023 pourront être apportées à l'Offre et seront visées par le Retrait Obligatoire.

- les Actions détenues par (i) Cartusia¹³ soumises à une période de conservation (soit à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse 403.928 Actions), et (ii) Equinox¹⁴, Kampen¹⁵, Hilaris¹⁶ et Palancia¹⁷, ces entités étant des *holdings* familiales indirectement représentées par M. Xavier Barbaro, soumises à une période de conservation (soit 141.744 Actions), collectivement les « **Actions XB Indisponibles** ». Les Actions XB Indisponibles sont couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro (tels que définis à la Section 2.8) et font l'objet d'une Option d'Achat pouvant être exercée par Brookfield Renewable Holdings au Prix de l'Offre par Action à compter du 16 avril 2025, et
- les 154.885 Actions détenues directement ou indirectement par M. Romain Desrousseaux qui pourraient faire l'objet, en tout ou partie, d'un apport en nature en cas d'exercice de sa faculté de réinvestissement, telle que décrite à la Section 7.2(b) (les « **Actions RD Susceptibles d'Être Apportées** »)^{18, 19}

(ensemble, les « **Actions Exclues** »).

¹³ Cartusia SAS, une société par actions simplifiée ayant son siège social au 59, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 878 585 884.

¹⁴ Equinox SAS, une société par actions simplifiée ayant son siège social au 59, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 902 145 036.

¹⁵ Kampen SAS, une société par actions simplifiée ayant son siège social au 59, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 902 144 930.

¹⁶ Hilaris SAS, une société par actions simplifiée ayant son siège social au 59, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 902 144 807.

¹⁷ Palancia SAS, une société par actions simplifiée ayant son siège social au 59, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 902 144 658.

¹⁸ Le 2 février 2025 M. Romain Desrousseaux a apporté l'intégralité des Actions RD Susceptibles d'Être Apportées dans le cadre de la constitution par apport en nature de la société Planpincieux SAS (société en formation ayant son siège social 21 rue Béranger, 75003 Paris, France, en cours d'immatriculation auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris), dont il est l'associé unique.

¹⁹ Les Actions RD Susceptibles d'Être Apportées pour lesquelles M. Romain Desrousseaux aurait décidé de réaliser un apport en nature avant la clôture de l'Offre dans le cadre de l'exercice de sa faculté de réinvestissement (telle que décrite à la Section 1.3.2(b)), ne seront par ailleurs pas visées par le Retrait Obligatoire, étant précisé que (i) en l'absence d'une telle décision avant la clôture de l'Offre, l'intégralité des Actions RD Susceptibles d'Être Apportées sera visée dans le Retrait Obligatoire, (ii) dans le cas où la décision de réaliser l'apport en nature ne porterait que sur une partie des Actions RD Susceptibles d'Être Apportées, le solde de celles-ci sera visé par le Retrait Obligatoire, et (iii) dans le cas où M. Romain Desrousseaux indiquerait à l'Initiateur, préalablement à la clôture de l'Offre, avoir décidé de ne pas réaliser un tel apport en nature avant la clôture de l'Offre, l'intégralité des Actions RD Susceptibles d'Être Apportées sera visée par l'Offre et pourra en conséquence être apportée par M. Romain Desrousseaux, par l'intermédiaire de la société Planpincieux, à celle-ci. En tout état de cause, il est précisé que les Actions disponibles détenues par M. Romain Desrousseaux (autres que les Actions RD Susceptibles d'Être Apportées, représentant 286.408 Actions à la date de la Note d'Information) sont visées par l'Offre et seront apportées par M. Romain Desrousseaux à l'Offre.

A la date de la Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de participation ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions existantes et les OCEANES décrites en Section 2.10 et les Actions Gratuites décrites en Section 2.8.

L'Offre, qui sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une procédure de Retrait Obligatoire en application des articles L. 433-4 II et L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sera réalisée en application de la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

La durée de l'Offre sera de 21 Jours de Bourse²⁰.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Société Générale, étant précisé que seule Société Générale garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

²⁰ « **Jour de Bourse** » désigne pour les besoins des présentes, un jour de bourse sur Euronext Paris. Il est précisé que l'Offre sera ouverte aux États-Unis d'Amérique et devra donc durer au moins 20 jours ouvrés aux États-Unis d'Amérique, le 17 février 2025 étant un jour férié aux États-Unis d'Amérique.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Motifs de l'Offre

Neoen a été fondée en 2008 et a inauguré sa première centrale solaire en France en 2009. Depuis, Neoen s'est imposée comme un acteur indépendant reconnu dans le secteur mondial des énergies renouvelables avec 10,36 GW de capacité sécurisée et 20,3 GW de *pipeline* avancé. Neoen est présente dans 15 pays, avec notamment des positions fortes en France et en Australie.

Le 17 octobre 2018, les actions Neoen ont été admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Après avoir développé avec succès son activité de développement et son portefeuille de projets d'énergies renouvelables au cours des 10 dernières années, l'introduction en bourse de Neoen a permis au Groupe de poursuivre avec succès sa croissance et a permis de soutenir en capitaux propres l'expansion de l'activité de développement d'énergies renouvelables.

Fin 2023, Neoen était présente dans 15 pays et comptait environ 8 GW d'actifs en exploitation ou en construction dans les technologies solaires, éoliennes et de stockage.

Brookfield a suivi de près le développement de Neoen. Après une période de négociation et de *due diligence*, l'Initiateur a formulé une offre aux principaux actionnaires de la Société (dont Impala²¹), à la suite de laquelle le projet de prise de contrôle de la Société par Brookfield a été annoncé au marché le 30 mai 2024, comme indiqué ci-dessous.

L'Initiateur considère Neoen comme un développeur et un opérateur mondial de grande qualité dans le secteur des énergies renouvelables, et estime que le Groupe représenterait un complément au portefeuille existant d'énergie renouvelable et de transition de Brookfield. L'Initiateur estime qu'il est particulièrement bien placé pour aider la Société dans la prochaine étape de sa croissance, tant d'un point de vue commercial que financier.

La croissance de Neoen s'appuie sur une stratégie de diversification géographique et technologique de son portefeuille de projets, lui permettant de créer des capacités de développement de premier plan dans plusieurs technologies clés de l'énergie propre. Cela a conduit l'entreprise à se positionner stratégiquement comme un *leader* mondial sur des marchés clés tout en maintenant un portefeuille équilibré d'actifs énergétiques sous contrat avec des caractéristiques de profils de revenus complémentaires.

Premier producteur indépendant d'électricité exclusivement renouvelable en France et premier producteur d'électricité renouvelable en Australie, Neoen développe ses propres projets en interne et organise leur contractualisation et leur financement dans le cadre du processus de gestion de projet. Après la mise en service du site, la Société exploite, surveille et gère les projets tout au long de leur durée de vie.

²¹ Impala SAS, une société française *société par actions simplifiée* ayant son siège social au 4, rue Euler 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 562 004 614, est détenue, contrôlée et gérée à 100% par M. Jacques Veyrat et sa famille.

Impala, contrôlée et dirigée par M. Jacques Veyrat, a été l'un des fondateurs et investisseurs de Neoen depuis 2008, accompagnant la croissance de la Société sur cette même période.

Depuis 2018, Neoen est passée de 2 GW à 8 GW d'actifs en exploitation ou en construction, atteignant un niveau d'exploitation et de développement très significatif. Aujourd'hui, la Société a la possibilité de plus que doubler cette capacité d'ici la fin de la décennie, pour atteindre potentiellement entre 15 et 20 GW d'actifs en exploitation ou en construction au cours de la même période. Pour saisir cette opportunité, la Société devra déployer des capitaux substantiels à un rythme soutenu. Dans ce contexte, l'Initiateur est apparu aux Actionnaires Cédants (tel que ce terme est défini ci-dessous) comme un nouvel actionnaire de contrôle approprié, déjà parmi les leaders mondiaux des énergies renouvelables, doté empreinte mondiale et ayant un accès au capital à grande échelle, atouts nécessaires pour soutenir la prochaine phase de croissance du Groupe.

L'Initiateur a déclaré son soutien à l'équipe de direction de la Société et son ambition de continuer à déployer des projets d'énergies renouvelables à grande échelle, et a indiqué vouloir soutenir la croissance de l'entreprise afin de répondre à la demande croissante d'énergie propre à l'échelle mondiale.

Le 30 mai 2024 (la « **Date d'Annonce** »), l'Initiateur a conclu un contrat d'option de vente en langue anglaise (*Put Option Agreement*) avec Impala, le Fonds Stratégique de Participation (« **FSP** »)²², Cartusia et M. Xavier Barbaro (et les membres de sa famille et leurs holdings personnelles), Céleste Management SA²³ (« **Céleste** ») et Mosca Animation Participations et Conseil²⁴ (« **Mosca** », conjointement avec Impala, FSP, Cartusia et M. Xavier Barbaro (et les membres de sa famille et leurs holdings personnelles) et Céleste, les « **Actionnaires Cédants** ») en vue d'acquérir une participation d'environ 53,32 % dans la Société au Prix de l'Offre par Action.

Le 24 juin 2024, à l'issue du processus d'information et de consultation du comité d'entreprise, à la suite de l'exercice de l'option de vente par les Actionnaires Cédants, l'Initiateur, a conclu un contrat d'acquisition d'actions en langue anglaise (*Share Purchase Agreement*) (tel que modifié le 19 décembre 2024) (le « **Contrat d'Acquisition** ») avec les Actionnaires Cédants, en vue d'acquérir environ 53,12 %²⁵ de la Société au Prix de l'Offre par Action (l'« **Acquisition de Bloc** »).

²² FSP, société d'investissement à capital variable ayant son siège social au 14 boulevard de la Madeleine, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 753 519 891.

²³ Céleste Management SA, société anonyme de droit suisse ayant son siège social au Boulevard du Théâtre 12, 1204 Genève, Suisse, immatriculée au Registre du Commerce de Genève sous le numéro IDE CHE-492.054.856.

²⁴ MOSCA Animation Participations et Conseil SAS, société par actions simplifiée ayant son siège social au 20, rue de Turenne 75004 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 390 883 411.

²⁵ Les actions à céder par les Actionnaires Cédants à l'Initiateur représentaient 53,32% du capital social de la Société à la Date d'Annonce et 53,12% du capital social de la Société à la date de signature du SPA. Ce changement résulte (i) d'une augmentation du capital social de la Société postérieurement à la Date d'Annonce, la Société ayant versé une partie de ses dividendes aux actionnaires en Actions et (ii) du réajustement consécutif du nombre d'Actions vendues par les Actionnaires Cédants à l'Initiateur de 81.149.767 Actions à 81.197.100 Actions.

Le même jour, l'Initiateur a également conclu avec le FPCI FONDS ETI 2020²⁶ un engagement d'apport (l'« **Engagement d'Apport BPI** ») aux termes duquel Bpifrance, agissant pour le compte du FPCI FONDS ETI 2020, s'est engagée à apporter ses 6.674.470 Actions (représentant à ce jour 4,36% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) à l'Offre.

Le 27 décembre 2024, après la réalisation des conditions suspensives prévues par le Contrat d'Acquisition (voir les autorisations réglementaires pertinentes mentionnées par l'Initiateur à la section 1.1.6 de la Note d'Information), et conformément aux termes et conditions du Contrat d'Acquisition, l'Acquisition de Bloc par l'Initiateur a été réalisée et ce dernier a ainsi acquis 81.197.100 Actions auprès des Actionnaires Cédants représentant 81.197.100 droits de vote théoriques (soit 53,12% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société)²⁷.

En raison de l'Acquisition de Bloc, l'Initiateur a dépassé les seuils de 30% du capital social et des droits de vote de la Société et est tenu de déposer l'Offre en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF. Le 2 janvier 2025, l'Initiateur a ainsi procédé au dépôt de l'Offre auprès de l'AMF (avis AMF n°225C0021).

Après publication par l'AMF de l'avis de dépôt de la première version du Projet de Note d'Information Initial le 2 janvier 2025 (avis AMF n°225C0021), et conformément à l'article 231-38 du Règlement Général de l'AMF, Brookfield Renewable Holdings a acquis sur le marché (i) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par Action, 21.214.001 Actions représentant 13,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société, et (ii) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par OCEANE 2020, 1.103.895 OCEANES 2020, tel que plus amplement détaillé en section 1.1.2 de la Note d'Information.

L'Initiateur a par la suite décidé de rehausser le Prix de l'Offre par OCEANE 2022 de 101.382,00 euros par OCEANE 2022 à 105.000,00 euros²⁸ par OCEANE 2022. Le Prix de l'Offre par Action et le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 sont restés inchangés.

Il est précisé qu'à la date de la Note d'Information et à la suite du dépôt par l'Initiateur de l'Offre Révisée, aucune OCEANE 2022 n'a été acquise par l'Initiateur.

²⁶ FPCI FONDS ETI 2020, fonds professionnel français de capital-investissement, représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée ayant son siège social au 27/31, Avenue du Général Leclerc, 94710 Maisons-Alfort Cedex, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 (« **Bpifrance** »).

²⁷ Sur la base du capital social de la Société au 31 décembre 2024, composé de 152.848.774 Actions représentant autant de droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

²⁸ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.8 de la Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

2.2 Présentation de l'Initiateur

(a) Présentation

Brookfield Renewable Holdings est un véhicule dédié dont le capital social est directement détenu à 100% par BRHL UK Holdings Limited²⁹, elle-même indirectement détenue à 100% par BRHL Master UK Holdings Limited³⁰ (« **Holdco** »).

Brookfield Renewable Holdings est ultimement indirectement contrôlée par Brookfield Asset Management³¹, Brookfield Corporation³² et leurs affiliés respectifs (« **Brookfield** »).

Brookfield poursuit la transaction par l'intermédiaire de Brookfield Global Transition Fund II (« **BGTF II** »), qui est le véhicule phare de Brookfield pour investir et faciliter la transition mondiale vers une économie nette zéro, avec Brookfield Renewable Partners³³ comme investisseur principal.

BGTF II est le successeur de Brookfield Global Transition Fund, le plus grand fonds d'investissement institutionnel privé au monde dédié spécifiquement à l'investissement dans la transition vers les technologies d'énergie propre à l'échelle mondiale.

Brookfield Renewable Partners est un affilié de Brookfield et la principale société cotée en bourse de Brookfield spécialisée dans le domaine de l'énergie renouvelable et des solutions durables. Brookfield Renewable Partners exploite l'une des plus grandes plateformes d'énergie renouvelable et de transition cotées en bourse au monde, avec un portefeuille d'actifs opérationnels de 35 GW et un *pipeline* de projets en développement d'environ 200 GW composé d'installations hydroélectriques, éoliennes, solaires à grande échelle, de productions décentralisées et de stockage en Amérique du Nord, en Amérique du Sud, en Europe et en Asie.

²⁹ BRHL UK Holdings Limited, une société privée à responsabilité limitée par actions (*private company limited by shares*) dont le siège social est situé Level 25, One Canada Square, Canary Wharf, Londres, E14 5AA, Royaume-Uni, et immatriculée au registre des sociétés d'Angleterre et du Pays de Galles (*Registrar of Companies for England and Wales*) sous le numéro 15684936.

³⁰ BRHL Master UK Holdings Limited, une société privée à responsabilité limitée par actions (*private company limited by shares*) dont le siège social est situé Level 25, One Canada Square, Canary Wharf, Londres, E14 5AA, Royaume-Uni, et immatriculée au registre des sociétés d'Angleterre et du Pays de Galles (*Registrar of Companies for England and Wales*) sous le numéro 15686067.

³¹ Brookfield Asset Management Ltd., une société canadienne dont le siège social est situé 1055 West Georgia Street, 1500 Royal Centre, P.O. Box 11117, Vancouver, British Columbia V6E 4N7, Canada, immatriculée au registre des sociétés (province de British Columbia) sous le numéro BC1370236 (cotée à la Bourse de New York et à la Bourse de Toronto).

³² Brookfield Corporation, une société canadienne dont le siège social est situé 181, rue Bay, bureau 100, Place Brookfield, Toronto, Ontario, Canada M5J 2T3, constituée en vertu du *Business Corporations Act (Ontario)* (cotée à la Bourse de New York et à la Bourse de Toronto).

³³ Brookfield Renewable Partners L.P., une société en commandite exemptée des Bermudes (*Bermuda exempted limited partnership*) dont le siège social est situé 73 Front Street, 5th Floor, Hamilton HM 12, Bermuda, établie en vertu des dispositions du *Bermuda Exempted Partnerships Act 1992* (tel que modifié) et du *Bermuda Limited Partnership Act 1883* (tel que modifié) (cotée à la Bourse de New York et à la Bourse de Toronto).

Brookfield Renewable Partners est un propriétaire, exploitant, développeur et acquéreur de longue date d'énergie renouvelable et se concentre de plus en plus sur la décarbonisation et la transition énergétique en tant que service, aidant les entreprises et les gouvernements du monde entier à faire progresser leurs objectifs de durabilité. Brookfield Renewable Partners est cotée à la Bourse de New York sous le symbole BEP et à la Bourse de Toronto sous le symbole BEP.

Il est précisé que Temasek détient une participation minoritaire dans Holdco via sa filiale détenue indirectement à 100% Rosa Investments Pte. Ltd., une société à responsabilité limitée (*private limited company*) de droit singapourien, dont le siège social est situé 60B, Orchard Road, #06-18, The Atrium @Orchard, Singapore 238891 et dont le numéro d'identification unique (Unique Entity Number) est 202340014H (« **Rosa Investments** »), elle-même actionnaire de Holdco (comme cela est décrit plus en détail ci-dessous). Fondée en 1974, Temasek est une société d'investissement dont le siège social est situé à Singapour. Forte de ses 13 bureaux répartis dans 9 pays, Temasek possède un portefeuille de 389 milliards de dollars singapouriens au 31 mars 2024, essentiellement réparti entre Singapour et le reste de l'Asie.

Brookfield, Temasek, M. Xavier Barbaro (et Cartusia) et M. Romain Desrousseaux, agissent de concert par l'intermédiaire de Brookfield Renewable Holdings à l'égard de la Société conformément à l'article L. 233-10 du Code de commerce.

(b) Pacte d'actionnaires

BRHL Aggregator LP³⁴ (l'« **Actionnaire Brookfield Aggregator** », ainsi que ses affiliés qui sont actionnaires, le « **Groupe d'Actionnaires Brookfield** ») et Rosa Investments ont conclu un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») relatif à Holdco, dont les principales modalités sont résumées ci-dessous. Holdco détient indirectement 100 % du capital social et des droits de vote de Brookfield Renewable Holdings (sous réserve du réinvestissement des Managers décrit en Section 7.2).

(i) Gouvernance de Holdco

Holdco est une société à responsabilité limitée (*private limited company*) de droit anglais. Le conseil d'administration de Holdco (« **Conseil d'Administration de Holdco** ») supervise la gestion de Holdco et de ses filiales et dispose de façon pleine et entière de l'autorité, des pouvoirs et de la discrétion pour gérer et contrôler les affaires commerciales et les biens de Holdco.

Chaque actionnaire a le droit de nommer un membre au Conseil d'Administration de Holdco pour chaque seuil de participation de 10 % qu'il détient dans Holdco.

À l'exception de certaines décisions importantes qui sont classées comme des « Décisions Réservées » (nécessitant l'approbation écrite préalable des actionnaires détenant au moins 75 % du capital social de Holdco (ou des administrateurs nommés par ces actionnaires)) et des « Décisions Fondamentales » (nécessitant l'approbation écrite préalable des actionnaires détenant au moins 90 % du capital social de Holdco (ou des administrateurs nommés par ces actionnaires))

³⁴ BRHL Aggregator LP, société en commandite (*limited partnership*) des Bermudes dont le siège social est situé 73 Front Street, 5th Floor, Hamilton HM 12, Bermuda.

dans le Pacte d'Actionnaires, toutes les décisions sont prises à la majorité simple du Conseil d'Administration de Holdco ou des actionnaires, selon le cas.

(ii) Transfert des titres de Holdco

Le Pacte d'Actionnaires établit les principes suivants en ce qui concerne les transferts de titres de Holdco, sous réserve dans chaque cas de certaines exceptions et conditions préalables :

- *Période d'inaliénabilité* : à l'exception des transferts autorisés à des affiliés, les titres de Holdco sont soumis à une période d'inaliénabilité de trois (3) ans à compter de la date de règlement-livraison de la dernière acquisition de titres de Neoen par Brookfield Renewable Holdings SAS dans le cadre (i) de l'Offre ou (ii) du Retrait Obligatoire (le cas échéant), durant laquelle ils ne peuvent être transférés par aucun actionnaire.
- *Droit de première offre* : à l'issue de la période d'inaliénabilité, tout transfert de titres de Holdco par un actionnaire est soumis à un droit de première offre en faveur des autres actionnaires.
- *Droit de sortie conjointe* : si le Groupe d'Actionnaires Brookfield propose de céder ses titres Holdco et, qu'au résultat de cette opération, le Groupe d'Actionnaires Brookfield (i) cesse de contrôler Holdco, les autres actionnaires disposent alors d'un droit de sortie conjointe total, ou (ii) continue de contrôler Holdco, alors les autres actionnaires disposent d'un droit de sortie conjointe proportionnel.

(iii) Clause de sortie

Sous réserve de satisfaire certaines conditions (notamment liées au calendrier de mise en œuvre et à une détention capitalistique minimum de Holdco), un actionnaire peut exiger que Holdco initie un processus de sortie.

2.3 Déclarations de franchissement de seuil et d'intentions

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, aux termes des déclarations de franchissement de seuils datées du 27 décembre 2024, l'Initiateur a informé l'AMF, à l'issue de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, que sa participation dans la Société, individuellement et de concert avec Brookfield, Temasek, M. Xavier Barbaro (et Cartusia) et M. Romain Desrousseaux, a dépassé les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital social et des droits de vote de la Société, et a fait connaître ses intentions.

Conformément à l'article 10 des statuts de la Société, aux termes des déclarations de franchissement de seuils datées du 27 décembre 2024, l'Initiateur a informé la Société, à l'issue de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, que sa participation dans la Société, individuellement et de concert avec Brookfield, Temasek, M. Xavier Barbaro (et Cartusia) et M. Romain Desrousseaux, a dépassé le seuil statutaire de 1% du capital social ou des droits de vote de la Société, et tous les multiples de ce pourcentage, jusqu'à 53% du capital social ou des droits de vote de la Société.

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, aux termes de la déclaration de franchissement de seuils datées du 6 janvier 2025, l'Initiateur a informé l'AMF et la Société, à l'issue de la réalisation des acquisitions effectuées sur le marché mentionnées en section 1.1.2 de la Note d'Information, que sa participation dans la Société, individuellement et de concert avec Brookfield, Temasek, M. Xavier Barbaro (et Cartusia) et M. Romain Desrousseaux, a dépassé les seuils de 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société.

2.4 Data Room

Dans le cadre de l'Acquisition de Bloc, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément à la position-recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (DOC-2016-08).

Cette data room ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition de Bloc.

2.5 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 du Règlement Général de l'AMF, le projet d'Offre Initiale a été déposé le 2 janvier 2025 auprès de l'AMF par les Banques Présentatrices, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur. Le même jour, l'AMF a publié un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information Initial sur son site internet (www.amf-france.org) (avis AMF n° 225C0021).

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse Initial le 2 janvier 2025 auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) (avis AMF n°225C0021).

L'Initiateur a par la suite décidé de rehausser le Prix de l'Offre par OCEANE 2022 de 101.382,00 euros par OCEANE 2022 à 105.000,00 euros³⁵ par OCEANE 2022. Le Prix de l'Offre par Action et le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 sont restés inchangés.

Le Projet de Note d'Information Révisé et le Projet de Note en Réponse Révisé ont ainsi été déposés auprès de l'AMF le 28 janvier 2025. Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) (avis AMF n°225C0223). Le Projet de Note en Réponse Initial et le Projet de Note en Réponse Révisé ont été mis gratuitement à la disposition du public

³⁵ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.8 du Projet de Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

au siège social de la Société, et en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.neoen.com).

Conformément aux articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Offre sera mise en œuvre selon la procédure simplifiée. L'attention des actionnaires et des porteurs d'OCEANES de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée dans le cadre d'une procédure simplifiée, celle-ci ne sera pas réouverte à l'issue de la publication du résultat de l'Offre.

L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société et des porteurs d'OCEANES à acquérir la totalité des Actions et OCEANES qui seront apportées à l'Offre pendant une période de 21 Jours de Bourse au prix de :

- 39,85 euros par action,
- 48,14 euros par OCEANE 2020, et
- 105.000,00 euros³⁶ par OCEANE 2022.

Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF.

Le 12 février 2025 l'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-26 du Règlement Général de l'AMF, cette déclaration de conformité emporte visa de la Note en Réponse. La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF sera, conformément à l'article 231-27 du Règlement Général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité. Ce document sera également accessible sur les sites Internet de la Société (www.neoen.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

2.6 Ajustement des termes de l'offre

Il est précisé à toutes fins utiles que le Prix de l'Offre par Action, le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 et le Prix de l'Offre par OCEANE 2022 ont été déterminés en prenant pour hypothèse qu'aucune distribution (dividende, acompte sur dividende ou autre) ne sera décidée avant la clôture de l'Offre.

Dans l'hypothèse où, entre la date de la Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre (inclusive), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit (i) à la distribution d'un

³⁶ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.8 de la Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

dividende, d'un acompte sur dividende, d'une réserve, d'une prime ou de toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) au rachat ou à la réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre par Action, le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 et le Prix de l'Offre par OCEANE 2022 seront ajustés pour tenir compte de cette opération.

De même, en cas d'opérations sur le capital de la Société (notamment fusion, scission, division, regroupement d'actions, distribution d'actions gratuites pour les actions existantes par incorporation de bénéfices ou de réserves) décidées au cours de la même période, et pour lesquelles la date de référence à laquelle toute personne doit être actionnaire pour bénéficier de la distribution est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre par Action, le Prix de l'Offre par OCEANE 2020 et le Prix de l'Offre par OCEANE 2022 seront mécaniquement ajustés pour tenir compte de l'effet de l'ensemble de ces opérations.

Tout ajustement des termes de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'approbation préalable de l'AMF.

2.7 Nombre et nature des Actions visées par l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, Brookfield Renewable Holdings détient³⁷ :

- directement,
 - o 102.411.101 Actions (soit 67,00% du capital social et 67,00% des droits de vote de la Société), et
 - o 1.103.895 OCEANES 2020, acquises sur le marché au Prix de l'Offre par OCEANE 2020 suite à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du Projet de Note d'Information Initial le 2 janvier 2025, et conformément à l'article 231-38 du Règlement Général de l'AMF,
- par voie d'assimilation en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce :
 - o (i) 545.672 Actions XB Indisponibles (telles que définies ci-dessous) (soit 0,36% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) à l'égard desquelles Brookfield Renewable Holdings bénéficie d'une Option d'Achat (telle que définie ci-dessous) au Prix de l'Offre par Action pour chaque Action XB Indisponible exerçable à compter du 16 avril 2025, conformément au Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro (décrit en Section 7.2(a)), (ii) 39.943 Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8 et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro) détenues par M. Xavier Barbaro, (iii) 1.600 Actions PEE (telles que définies ci-après) détenues

³⁷ Sur la base du capital social de la Société au 31 décembre 2024, composé de 152.848.774 Actions représentant autant de droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

par M. Xavier Barbaro, et (iv) 180.832 Actions Gratuites 2024³⁸ (telles que définies ci-dessous et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro)) détenues par M. Xavier Barbaro,

- o (i) 442.895 Actions³⁹, (ii) 9.445 Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies à la Section 2.8 et couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Romain Desrousseaux), et (iii) 120.555 Actions Gratuites 2024⁴⁰ (telles que définies ci-dessous et également couvertes par le Contrat de Liquidité conclu par M. Romain Desrousseaux) détenues directement ou indirectement par M. Romain Desrousseaux, et
- o 14.330 Actions (soit 0,009% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) par l'intermédiaire d'Aranda Investments, une filiale détenue indirectement à 100% par Temasek.

Au total, l'Initiateur détient, directement et indirectement, seul et de concert, et par assimilation, 103.464.986 Actions (soit à la date de la présente Note en Réponse, 67,69% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société)⁴¹ et 1.103.895 OCEANES 2020.

L'Initiateur ne détient pas, à la date de la Note d'Information, directement ou indirectement, seul et de concert, ou par assimilation, d'OCEANES 2022.

L'Offre vise :

- (i) toutes les Actions, en circulation ou à émettre, qui ne sont pas détenues directement par l'Initiateur, soit les Actions :
 - qui sont déjà émises en dehors des Actions Exclues, soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 49.499.390 Actions,
 - qui pourront être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14), autres que les Actions Exclues, par suite de l'acquisition par leurs bénéficiaires d'Actions Gratuites attribuées par la Société dans le cadre des Plans d'Actions Gratuites (tels que définis en Section 2.8), soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 265.822 Actions correspondant à l'ensemble des Actions Gratuites 2022 et à un maximum de 105.416 Actions Gratuites Accélérées 2023,

³⁸ Etant précisé que ces Actions Gratuites 2024 sont encore en cours d'acquisition et ne sont pas prises en compte dans le total de 103.464.986 Actions détenues directement et indirectement, seul et de concert, par l'Initiateur.

³⁹ Comprenant 286.408 Actions disponibles, 154.885 Actions RD Susceptibles d'Être Apportées et 1.602 Actions PEE.

⁴⁰ Etant précisé que ces Actions Gratuites 2024 sont encore en cours d'acquisition et ne sont pas prises en compte dans le total de 103.464.986 Actions détenues directement et indirectement, seul et de concert, par l'Initiateur.

⁴¹ Voir la note de bas de page n°3.

- qui pourront être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14) dans le cadre de la conversion des OCEANEs 2020, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 3.101.212 nouvelles Actions⁴²,
- qui pourront être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif prévu à la Section 2.14) dans le cadre de la conversion des OCEANEs 2022, soit à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 7.502.772 nouvelles Actions⁴³,

soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 60.369.196 ; et

- (ii) toutes les OCEANEs en circulation qui ne sont pas détenues par l'Initiateur, soit à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, 2.575.758 OCEANEs 2020 et 3.000 OCEANEs 2022.

Parmi les Actions couvertes par l'Offre, les 271.566⁴⁴ Actions PEE Indisponibles (telles que définies ci-après) ne pourront pas être apportées à l'Offre (sauf en cas de déblocage anticipé conformément aux lois et règlements applicables). Toutefois, les Actions PEE Indisponibles seront visées par le Retrait Obligatoire, le cas échéant.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas les Actions Exclues.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe pas d'autres titres de participation ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions existantes et les OCEANEs décrites en Section 2.10 et les Actions Gratuites décrites en Section 2.8.

2.8 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

La Société a attribué gratuitement des actions de la Société (les « **Actions Gratuites** ») aux salariés et dirigeants du Groupe dans le cadre de plusieurs plans d'actions gratuites (les « **Plans d'Actions Gratuites** »).

À la date de la Note en Réponse, trois Plans d'Actions Gratuites restent en circulation, les Actions Gratuites attribuées dans le cadre de ces Plans d'Actions Gratuites étant toujours en période d'acquisition : (i) le Plan d'Actions Gratuites 2022, (ii) le Plan d'Actions Gratuites 2023, et (iii) le Plan d'Actions Gratuites 2024.

⁴² Sur la base du taux de conversion ajusté suivant (NCER) : 1,204.

⁴³ Sur la base du taux de conversion ajusté suivant (NCER) : 2.500,924.

⁴⁴ Nombre d'Actions PEE Indisponibles au 31 janvier 2025.

En vertu d'une autorisation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 25 mai 2021 et d'une autorisation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 10 mai 2023, le conseil d'administration de la Société a attribué des Actions Gratuites pour les années 2022, 2023 et 2024 aux salariés et dirigeants mandataires sociaux du Groupe dans le cadre des Plans d'Actions Gratuites, comme suit :

- le 14 mars 2022, le conseil d'administration de la Société a décidé d'attribuer 164.046 Actions Gratuites à certains salariés du Groupe. L'attribution d'Actions ne sera définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition de trois ans, soit le 14 mars 2025, étant précisé que la date de disponibilité de ces Actions Gratuites est fixée au 17 mars 2025, sous réserve que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe et que les conditions de performance fixées par le conseil d'administration dans le règlement du plan et relatives notamment à l'atteinte des objectifs financiers et de développement soient remplies (les « **Actions Gratuites 2022** » et le « **Plan d'Actions Gratuites 2022** ») ;
- le 28 février 2023, le conseil d'administration de la Société a décidé d'attribuer 221.766 Actions Gratuites à certains salariés du Groupe. L'attribution d'Actions ne sera définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition de trois ans, soit le 28 février 2026, étant précisé que la date de disponibilité de ces Actions Gratuites est fixée au 3 mars 2026, sous réserve que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe et que les conditions de performance fixées par le conseil d'administration dans le règlement du plan et relatives notamment à l'atteinte des objectifs financiers et de développement soient remplies (les « **Actions Gratuites 2023** » et le « **Plan d'Actions Gratuites 2023** ») ;
- le 28 février 2024 et le 14 mars 2024, le conseil d'administration de la Société a décidé d'attribuer 729.303 Actions Gratuites à certains salariés et dirigeants mandataires sociaux du Groupe. L'attribution d'Actions ne sera définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition de trois ans, soit le 1er mars 2027, étant précisé que la date de mise à disposition de ces Actions Gratuites est fixée au 3 mars 2027, sous réserve que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe et que les conditions de performance fixées par le conseil d'administration dans le règlement du plan et relatives notamment à l'atteinte des objectifs financiers et de développement soient satisfaites (les « **Actions Gratuites 2024** » et le « **Plan d'Actions Gratuites 2024** »).

	Plan d'Actions Gratuites 2022	Plan d'Actions Gratuites 2023	Plan d'Actions Gratuites 2024
Date de l'assemblée générale des actionnaires	25 mai 2021	25 mai 2021	10 mai 2023
Date de la décision d'attribution	14 mars 2022	28 février 2023	28 février 2024 14 mars 2024

Nombre d'Actions Gratuites initialement attribuées	164.046	221.766	729.303
Nombre d'Actions Gratuites en cours d'acquisition (au 30 novembre 2024)	160.406	210.833	706.105
Date d'acquisition définitive	14 mars 2025	28 février 2026	1er mars 2027
Conditions de performance	✓	✓	✓
Conditions de présence	✓	✓	✓
Date de disponibilité	17 mars 2025	3 mars 2026	3 mars 2027
Période de conservation	Aucune	Aucune	Aucune
Nombre d'Actions Gratuites soumises à une période de conservation spécifique pour les dirigeants mandataires sociaux	N/A	N/A	45.208

Le 26 décembre 2024, le conseil d'administration de la Société a décidé, sous réserve de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, laquelle a eu lieu le 27 décembre 2024 :

- en ce qui concerne le Plan d'Actions Gratuites 2022, (i) de réputer entièrement satisfaites les conditions de performance prévues par le Plan d'Actions Gratuites 2022, et (ii) d'accélérer le terme de la période d'acquisition prévue au sein du règlement du Plan d'Actions Gratuites 2022, pour l'intégralité des Actions Gratuites 2022, tel que leur nombre pourrait être éventuellement ajusté conformément aux termes du Plan d'Actions Gratuites 2022, qui deviendront immédiatement acquises à la date d'ouverture de l'Offre,
- s'agissant du Plan d'Actions Gratuites 2023,
 - (i) de réputer entièrement satisfaites les conditions de performance prévues par le Plan d'Actions Gratuites 2023, et
 - (ii) de proposer à chaque bénéficiaire du Plan d'Actions Gratuites 2023 ayant choisi cette option :
 - (x) l'accélération de la période d'acquisition portant sur 50% de leurs Actions Gratuites 2023, tel que leur nombre pourrait être éventuellement ajusté conformément aux termes du Plan d'Actions Gratuites 2023 (les « **Actions Gratuites Accélérées 2023** »), qui seraient définitivement acquises le 28 février 2025 sous condition de présence,

(y) de ne pas modifier la période d'acquisition des 50 % d'Actions Gratuites 2023 restantes dans le cadre du Plan d'Actions Gratuites 2023 (les « **Actions Gratuites Non Accélérées 2023** »), qui seraient définitivement acquises le 28 février 2026 sous condition de présence et

(z) sous réserve de la survenance d'un « Cas de Défaut de Liquidité » et d'une condition de présence du bénéficiaire au 28 février 2026, de bénéficier d'un plan de rétention en numéraire en lieu et place des droits du bénéficiaire concerné à recevoir les Actions Gratuites Non Accélérées 2023, et

- s'agissant du Plan d'Actions Gratuites 2024 :

(i) de réputer entièrement satisfaites les conditions de performance prévues par le Plan d'Actions Gratuites 2024, et

(ii) de proposer à chaque bénéficiaire du Plan d'Actions Gratuites 2024 de bénéficier, sous réserve d'un « Cas de Défaut de Liquidité » (ou, s'agissant de M. Xavier Barbaro, sous réserve d'une démission de ses fonctions de président-directeur général de la Société à la suite de la réalisation du Retrait Obligatoire et à hauteur du nombre d'Actions Gratuites 2024 acquises *pro rata temporis* à la date de cessation de ses fonctions) et d'une condition de présence du bénéficiaire au 1^{er} mars 2027, d'un plan de rétention en numéraire en lieu et place de tout ou partie des droits du bénéficiaire concerné à recevoir les Actions Gratuites 2024 (étant précisé que le montant par Action Gratuite 2024 qui sera perçu par tout bénéficiaire qui choisira de bénéficier du plan de rétention en numéraire correspondra au Prix de l'Offre par Action). Il est précisé à cet égard que le plan de rétention en numéraire dont M. Xavier Barbaro bénéficie (i) est conditionné à la cessation de ses fonctions en tant que président directeur général de la Société, (ii) porte sur un nombre d'Actions Gratuites 2024 qui seront acquises à la date de cessation de ses fonctions de président directeur général de la Société (compte tenu des caractéristiques particulières du Plan d'Actions Gratuites 2024 le concernant, qui prévoient, en cas de cessation de ses fonctions, une acquisition des Actions Gratuites 2024 par ce dernier *pro rata temporis* à la durée de ses fonctions durant leur période d'acquisition), et (iii) sera acquis le 1^{er} mars 2027..

Par exception à ce qui précède, certains Managers du Groupe⁴⁵ (tel que ce terme est défini ci-dessous) (à l'exclusion de M. Xavier Barbaro) détenant des Actions Gratuites Non Accélérées 2023 et des Actions Gratuites 2024, se verront offrir par l'Initiateur la possibilité de bénéficier, sous réserve d'un « Cas de Défaut de Liquidité », d'un nouveau plan de rétention sous la forme d'actions de BRHL Midco (en lieu et place de tout ou partie du plan de rétention en numéraire susmentionné). Il est précisé que le nombre d'actions de BRHL Midco qui sera remis à tout bénéficiaire qui choisira de bénéficier du plan d'actions de rétention sera déterminé sur la base du nombre d'Actions Gratuites Non Accélérées 2023 et/ou d'Actions Gratuites 2024 auxquelles celui-ci renoncera multiplié par le Prix de l'Offre par Action, rapporté à la valeur du capital de BRHL Midco à la date d'attributions des droits à recevoir lesdites actions de BRHL Midco. La période d'acquisition des actions de BRHL Midco sera d'une durée d'un an, étant précisé que

⁴⁵ En ce compris M. Romain Desrousseaux.

l'acquisition définitive de celles-ci sera conditionnée à la survenance d'un « Cas de Défaut de Liquidité », à une condition de présence du bénéficiaire et à l'adhésion par ce dernier au Pacte BRHL Midco. En outre, les actions de BRHL Midco définitivement acquises seront soumises à une période de conservation supplémentaire d'une durée d'un an.

Il est précisé que les bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites 2023 et du Plan d'Actions Gratuites 2024 pourront choisir de bénéficier du Contrat de liquidité ou du plan de rétention en numéraire (ou, pour certains Managers, du plan d'actions de rétention, en lieu et place de tout ou partie du plan de rétention en numéraire), jusqu'au dixième jour suivant la date de la décision de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites livrées avant la clôture de l'Offre (soit, au regard du calendrier indicatif prévu à la Section 2.14, les Actions Gratuites 2022 et les Actions Gratuites Accélérées 2023) représentant un maximum de 265.822 Actions pourront apporter ces Actions Gratuites à l'Offre compte tenu du calendrier envisagé tel qu'indiqué en Section 2.14.

Les 811.522⁴⁶ Actions qui pourraient être émises à la suite de l'acquisition définitive d'une partie des Actions Gratuites Non Accélérées 2023 et de la totalité des Actions Gratuites 2024 (ensemble les « **Actions Gratuites Indisponibles** ») attribuées par la Société, ne pourront pas être apportées à l'Offre et seront donc couvertes par les Contrats de Liquidité.

Par ailleurs, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 49.388 Actions sont détenues par les dirigeants mandataires sociaux du Groupe à la suite de l'acquisition définitive d'Actions Gratuites attribuées par la Société dans le cadre des Plans d'Actions Gratuites mis en œuvre en 2018 et 2021 et sont soumises à une période de conservation spécifique aussi longtemps qu'ils exercent des fonctions de mandataire social au sein du Groupe (les « **Actions Indisponibles des Dirigeants** »). Ces Actions Indisponibles des Dirigeants ne peuvent pas être apportées à l'Offre et sont donc couvertes par les Contrats de Liquidité respectivement conclus par M. Xavier Barbaro et M. Romain Desrousseaux.

2.9 Situation des actionnaires détenant des actions dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE)

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, 405.149⁴⁷ Actions sont détenues par des salariés du Groupe dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (**PEE**) (les « **Actions PEE** »).

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, 133.583⁴⁸ Actions PEE sont cessibles et leurs détenteurs pourront apporter ces Actions PEE à l'Offre.

⁴⁶ Cf. note de bas de page n°2.

⁴⁷ Nombre d'Actions PEE au 31 janvier 2025.

⁴⁸ Nombre d'Actions PEE disponibles au 31 janvier 2025.

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, 271.566⁴⁹ Actions déjà émises et détenues par les salariés du Groupe dans le cadre d'un PEE résultant (i) de la mise en œuvre de plans d'actionnariat salarié, soit 179.014 Actions pour lesquelles la période de conservation obligatoire de cinq ans n'aura pas expiré avant la date de clôture de l'Offre ou (ii) l'exercice d'options de souscription d'actions dans le cadre du PEE, à savoir 92.552 Actions pour lesquelles la période de conservation obligatoire de cinq ans n'aura pas expiré avant la date de clôture de l'Offre (ces Actions visées au (i) et (ii), les « **Actions PEE Indisponibles** ») ne seront pas apportées à l'Offre, compte tenu de son calendrier indicatif et sous réserve des cas de déblocage anticipé prévus par le Code du travail qui pourraient permettre à leurs détenteurs d'apporter ces Actions PEE à l'Offre.

Tel que précisé au sein de la Note d'Information, l'Initiateur s'engage à proposer aux porteurs restants d'Actions PEE Indisponibles, à la clôture de l'Offre et sous réserve que les conditions requises à la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire ne soient pas remplies, de conclure le Contrat de Liquidité. Les termes et conditions du Contrat de Liquidité qui sera conclu à ce moment-là seront strictement identiques à ceux des Contrats de Liquidité conclus par les Porteurs d'Actions Indisponibles avant la clôture de l'Offre.

En cas de mis en œuvre du Retrait Obligatoire, ces Actions PEE Indisponibles seront visées par le Retrait Obligatoire, le cas échéant.

2.10 Situation des porteurs d'OCEANES

Le 2 juin 2020, la Société a émis 3.679.653 OCEANES 2020 à échéance 2 juin 2025. Les OCEANES 2020, d'une valeur nominale de 46,20 euros chacune, sont assorties d'un taux nominal annuel de 2,00 % payable semestriellement (2 juin et 2 décembre) et sont convertibles ou échangeables à tout moment par la livraison de 1,176 Action nouvelle ou existante pour une OCEANE 2020, sous réserve des ajustements complémentaires prévus dans les termes et conditions des OCEANE 2020 et selon les conditions qui y sont prévues (pour une date d'ouverture de l'Offre au 13 février 2025). A la connaissance de la Société, 3.679.653 OCEANES 2020 sont en circulation à la date de la Note en Réponse. Les OCEANES 2020 sont cotées sur Euronext Access sous le code ISIN FR0013515707.

Le 14 septembre 2022, la Société a émis 3.000 OCEANES 2022 à échéance 14 septembre 2027. Les OCEANES 2022, d'une valeur nominale de 100.000 euros chacune, sont assorties d'un taux nominal annuel de 2,875 % payable semestriellement (14 mars et 14 septembre) et sont convertibles ou échangeables à tout moment par la livraison de 2.118,0802 Action nouvelle ou existante pour une OCEANE 2022, sous réserve des ajustements complémentaires prévus dans les termes et conditions des OCEANE 2022 et selon les conditions qui y sont prévues. A la connaissance de l'Initiateur, 3.000 OCEANES 2022 sont en circulation à la date de la Note en

⁴⁹ Nombre d'Actions PEE Indisponibles au 31 janvier 2025.

Réponse. Les OCEANES 2022 sont cotées sur Euronext Access sous le code ISIN FR001400CMS2.

2.10.1 Apport à l'Offre

Les porteurs d'OCEANES ont la possibilité d'apporter leurs OCEANES à l'Offre, selon les modalités décrites dans la Note d'Information.

2.10.2 Remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

La réalisation de l'Acquisition de Bloc a donné lieu à un « Changement de Contrôle » de la Société selon les termes et conditions des OCEANES.

Conformément aux termes et conditions des OCEANES, lors de la survenance d'un tel Changement de Contrôle, tout porteur d'OCEANES peut, à sa discrétion, demander à la Société de procéder au remboursement anticipé en numéraire de la totalité, mais non d'une partie, des OCEANES détenues par ce porteur à leur valeur nominale majorée des intérêts courus à compter (et en ce compris) de la dernière date de paiement des intérêts jusqu'à (mais à l'exclusion) de la date optionnelle de remboursement anticipé concernée conformément aux termes et conditions des OCEANES.

Le prix de ce remboursement anticipé serait de 46,44 euros pour les OCEANES 2020 et de 101.382,00 euros pour les OCEANES 2022⁵⁰, sur la base d'une date de remboursement anticipé prévue le 7 mars 2025, étant rappelé que la Société dispose de jusqu'à 30 jours calendaires après la réalisation de l'Acquisition de Bloc pour publier une notification de Changement de Contrôle puis jusqu'à 25 à 30 jours ouvrés pour procéder au remboursement anticipé.

La Société a informé les porteurs d'OCEANES du Changement de Contrôle résultant de la réalisation de l'Acquisition de Bloc par le biais d'une notification diffusée par la Société et publiée sur son site internet (www.neoen.com) le 24 janvier 2025.

Ces notifications ont pour objet de rappeler aux porteurs d'OCEANES qu'ils ont le droit de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANES et d'indiquer (i) la date de remboursement anticipé qui serait comprise entre le 25ème et le 30ème jour ouvré suivant la date de publication de la notification par la Société, (ii) le montant du remboursement anticipé et (iii) le délai, d'au moins 15 jours ouvrés suivant la publication de la notification par la Société, pendant lequel les demandes de remboursement anticipé des OCEANES doivent être reçues par l'agent centralisateur.

Pour obtenir le remboursement anticipé des OCEANES, les porteurs d'OCEANES doivent introduire une demande auprès de l'intermédiaire financier détenant leurs OCEANES sur un

⁵⁰ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.8 de la Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

compte-titres. Une telle demande ne peut être révoquée une fois qu'elle a été reçue par l'intermédiaire financier concerné.

Les demandes de remboursement anticipé et les OCEANEs correspondantes doivent être reçues par l'agent centralisateur au plus tard le cinquième jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

Dans ce cas, les OCEANEs, lorsqu'un remboursement anticipé a été demandé, seront remboursées à un prix égal à leur valeur nominale majorée des intérêts courus à compter de la date du dernier paiement des intérêts précédant la date de remboursement anticipé, jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

2.10.3 Droits des porteurs d'OCEANEs en cas d'offre publique

(a) Conversion ou échange des OCEANEs en cas d'offre au public

Conformément aux termes et conditions des OCEANEs, et en cas d'approbation de l'Offre par l'AMF, l'ouverture de l'Offre donnera lieu à un ajustement du ratio de conversion/échange des Actions pendant la Période d'Ajustement (telle que définie ci-après) selon la formule suivante (le résultat sera arrondi conformément aux termes et conditions d'émission des OCEANEs)

$$\text{NCER} = \text{CER} \times [1 + \text{ICEP} \times (c / t)]$$

où:

- « NCER » désigne le nouveau ratio de conversion/échange des OCEANEs applicable pendant la Période d'Ajustement (arrondi à trois décimales, 0,0005 étant arrondi au millième supérieur, soit 0,001) ;
- « CER » désigne le ratio de conversion/échange en vigueur avant la date d'ouverture de l'Offre, ce ratio de conversion/échange étant de 1,176 Action pour une OCEANE 2020, et de 2.118,0805 Actions pour une OCEANE 2022 pour une date d'ouverture de l'Offre au 13 février 2025 ;
- « ICEP » désigne 40 % pour les OCEANEs 2020 et 35 % pour les OCEANEs 2022 ;
- « c » désigne le nombre de jours calendaires entre la date d'ouverture de l'Offre (incluse) et la date d'échéance (exclue), la date d'échéance étant le 2 juin 2025 pour les OCEANEs 2020 et le 14 septembre 2027 pour les OCEANEs 2022 ; et
- « t » désigne le nombre de jours calendaires entre la date d'émission des OCEANEs (incluse) (cette date étant le 2 juin 2020 pour les OCEANEs 2020 et le 14 septembre 2022 pour les OCEANEs 2022) jusqu'à la date d'échéance (exclue) (ce nombre de jours étant de 1.826 pour les OCEANEs 2020 et pour les OCEANEs 2022).

À la suite de l'Offre, les ratios de conversion/échange ajustés (ou NCER) sont de 1,204 pour les OCEANEs 2020 et 2.500,924 pour les OCEANEs 2022, sur la base d'une date d'ouverture de

l'Offre le 13 février 2025, comme indiqué dans le calendrier indicatif en Section 2.14. Les ratios étant dépendants de la date d'ouverture de l'Offre, ils seront modifiés en cas de report ou d'avancement de cette date.

L'ajustement des ratios de conversion/échange, tel qu'exposé ci-dessus, bénéficiera, conformément aux termes et conditions respectifs des OCEANES, exclusivement aux porteurs d'OCEANES qui exerceront leur droit de conversion/échange, entre (et en ce compris) :

- la date d'ouverture de l'Offre ; et
- la première des dates suivantes : (A), (i) la date qui tombe dix (10) jours ouvrés⁵¹ après la date de publication par l'AMF de l'avis du résultat de l'Offre, ou (ii) si Brookfield Renewable Holdings retire l'Offre, la date à laquelle ce retrait est publié, et (B) la date qui est le 7^{ème} jour de bourse⁵² précédant la date d'échéance ou le remboursement anticipé.

Cette période est appelée la « **Période d'Ajustement** ».

Si le droit de conversion/échange d'Actions est exercé pendant la Période d'Ajustement, les Actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de trois (3) jours ouvrés à compter de la date d'exercice.

En cas d'ajustement, la Société en informera les titulaires d'OCEANES au moyen d'un avis diffusé par elle et publié sur son site internet (www.neoen.com). Cet ajustement fera également l'objet d'un avis diffusé par Euronext Paris dans les mêmes délais que ceux qui pourraient être exigés par la réglementation applicable.

- (b) Remboursement anticipé si les OCEANES 2020 en circulation représentent moins de 15% du total des OCEANES 2020 en circulation et si les OCEANES 2022 en circulation représentent moins de 20% du total des OCEANES 2020 en circulation.

Conformément aux modalités des OCEANES, la Société peut, à sa discrétion et à tout moment, mais sous réserve d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires (et d'un maximum de 90 jours calendaires), racheter à leur valeur nominale la totalité des OCEANES restantes en circulation, si elles représentent moins de 15% du nombre d'OCEANES 2020 émises au titre des OCEANES

⁵¹ Aux fins du présent paragraphe, et conformément aux termes et conditions des OCEANES, on entend par « jour ouvré » un jour (autre qu'un samedi ou un dimanche) (i) pendant lequel les marchés et les banques commerciales sont ouverts à Paris (France) et (ii) pendant lequel Euroclear France ou tout successeur opère et (iii) pendant lequel le système de règlement brut en temps réel de la zone euro (dit « TARGET 2 »), ou tout système ultérieur est en fonctionnement.

⁵² Pour l'application du présent paragraphe, et conformément aux termes et conditions des OCEANES, on entend par « jour de bourse » tout jour (autre qu'un samedi ou un dimanche) où les Actions sont négociées sur Euronext Paris, à l'exception d'un jour où ces Actions cessent d'être négociées avant l'heure habituelle de clôture, que cette cessation soit programmée ou non.

2020 et si elles représentent moins de 20% du nombre d'OCEANE 2022 émises au titre des OCEANES 2022.

Dans l'hypothèse où une procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'égard des Actions seulement, Brookfield Renewable Holdings a indiqué dans la Note d'Information se réserver le droit de demander à la Société d'exercer cette Option de Remboursement Anticipé conformément aux termes et conditions des OCEANES. Les porteurs d'OCEANES conserveront toutefois le droit d'exercer leur droit de conversion jusqu'au 7ème jour ouvré (inclus) précédant la date fixée pour le remboursement anticipé. Les ratios de conversion/échange sont égaux au NCER applicable si le droit de conversion/échange est exercé pendant la Période d'Ajustement, ou égaux aux ratios de conversion/d'échange pertinents en vigueur en dehors de la Période d'Ajustement et indiqués à la Section 2.10 du présent document.

(c) Remboursement anticipé en cas de radiation des Actions de la cote

Conformément aux termes et conditions des OCEANES, si les Actions ne sont plus admises aux négociations sur Euronext Paris ou tout autre marché réglementé (un « **Retrait de la Cotation** ») (ce qui serait le cas si le Retrait Obligatoire était mis en œuvre, voir la Section 2.11 en ce qui concerne l'intention de Brookfield Renewable Holdings concernant le Retrait Obligatoire et le retrait de la cotation), tout porteur d'OCEANES peut, à sa discrétion, demander à la Société de procéder au remboursement anticipé en numéraire de la totalité, mais non d'une partie, des OCEANES détenues par ce porteur à leur valeur nominale, soit 46,20 euros pour les OCEANES 2020 et 100.000 euros pour les OCEANES 2022, majorée des intérêts courus à compter de (et en ce compris) la dernière date de paiement des intérêts jusqu'à (mais à l'exclusion) de la date de remboursement anticipé concernée conformément aux termes et conditions des OCEANES.

La Société informera les porteurs d'OCEANES du Retrait de la Cotation par le biais d'une notification diffusée par la Société et publiée sur son site internet (www.noen.com) ainsi que par une notification à émettre par Euronext Paris au plus tard 30 jours calendaires suivant la date effective du Retrait de la Cotation.

Ces notifications ont pour objet de rappeler aux porteurs d'OCEANES qu'ils ont le droit de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANES et d'indiquer (i) la date de remboursement anticipé qui serait comprise entre le 25ème et le 30ème jour ouvré suivant la date de publication de la notification par la Société, (ii) le montant du remboursement anticipé et (iii) le délai, d'au moins 15 jours ouvrés suivant la date de publication de la notification par la Société, pendant lequel les demandes de remboursement anticipé des OCEANES doivent être reçues par l'agent centralisateur.

Pour obtenir le remboursement anticipé des OCEANES, les porteurs d'OCEANES doivent introduire une demande auprès de l'intermédiaire financier détenant leurs OCEANES sur un compte-titres. Une telle demande ne peut être révoquée une fois qu'elle a été reçue par l'intermédiaire financier concerné.

Les demandes de remboursement anticipé et les OCEANEs correspondantes doivent être reçues par l'agent centralisateur au plus tard le cinquième jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

Dans ce cas, les OCEANEs, lorsqu'un remboursement anticipé a été demandé, seront remboursées à un prix égal à leur valeur nominale majorée des intérêts courus à compter de la date du dernier paiement des intérêts précédant la date de remboursement anticipé, jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

Un tel remboursement anticipé pourra être décidé dans les conditions susvisées en cas de mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire sur les seules Actions, notamment dans le cas où les OCEANEs ne seraient pas remboursées avant cette date.

2.11 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Dans l'hypothèse où à l'issue de l'Offre le nombre d'Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société et des Actions couvertes (ou qui seront couvertes) par des Contrats de Liquidité, mais incluant les Actions PEE Indisponibles) ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société, et le nombre d'Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société et des Actions couvertes (ou qui seront couvertes) par des Contrats de Liquidité mais incluant les Actions PEE Indisponibles) et le nombre d'Actions susceptibles d'être émises à l'issue de la conversion des OCEANEs non apportées dans le cadre de l'Offre ne représenterait pas plus de 10% de la somme des Actions existantes et des Actions susceptibles d'être émises à l'issue de la conversion des OCEANEs⁵³, l'Initiateur à l'intention de mettre en œuvre, au plus tard dans les trois (3) mois suivant la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II et III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer (i) d'une part les Actions non apportées à l'Offre (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société et des Actions couvertes (ou qui seront couvertes) par les Contrats de Liquidité, mais incluant les Actions PEE Indisponibles) en contrepartie d'une indemnisation égale au Prix de l'Offre par Action (soit 39,85 euros par Action), nette de tous frais et après ajustements le cas échéant et (ii) d'autre part les OCEANEs non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnisation égale au Prix de l'Offre par OCEANE (soit 48,14 euros par OCEANE 2020 et 105.00,00⁵⁴ euros par OCEANE 2022), nette de tous frais et après ajustements le cas échéant. La mise en œuvre de cette procédure entraînera le retrait de la cotation (i) des Actions d'Euronext Paris et (ii) des OCEANEs d'Euronext Access.

⁵³ Cette conversion se ferait en fonction des ratios de conversion/échange ajustés, tels qu'ils sont détaillés à la Section 2.10.

⁵⁴ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.8 de la Note d'Information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

Par ailleurs, dans l'hypothèse où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les Actions seraient réunies, mais où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les OCEANEs ne seraient pas réunies, Brookfield Renewable Holdings à l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les Actions dans les conditions exposées ci-dessus, à la condition que Neoen soit en mesure d'exercer son Option de Remboursement Anticipé (tels que définis ci-après) sur l'ensemble des OCEANEs, conformément à leurs termes et conditions décrits ci-après.

A cet égard, et conformément aux termes et conditions des OCEANEs, la Société peut, à sa discrétion et à tout moment, mais sous réserve de donner un préavis d'au moins 30 jours calendaires (et au maximum de 90 jours calendaires), racheter à la valeur nominale majorée des intérêts courus la totalité des OCEANEs restantes en circulation, si elles représentent moins de 15% du nombre des OCEANEs 2020 émises au titre des OCEANE 2020 et si elles représentent moins de 20 % du nombre d'OCEANEs 2022 émises au titre des OCEANEs 2022 (l'« **Option de Remboursement Anticipé** »).

Les porteurs d'OCEANEs conserveront toutefois leur droit de conversion jusqu'au 7^{ème} jour ouvré inclus ⁵⁵ précédant la date fixée pour ledit remboursement anticipé. Le ratio de conversion/d'échange sera égal au ratio de conversion/d'échange applicable pendant la Période d'Ajustement (telle que définie ci-dessous) si le droit de conversion est exercé pendant cette période (voir Section 2.10), ou égal au ratio de conversion/d'échange applicable en dehors de la Période d'Ajustement (telle que définie ci-dessous) si le droit de conversion est exercé en dehors de cette période.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un Retrait Obligatoire dans les conditions susvisées, il pourrait déposer une offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire sur les Actions et/ou OCEANEs qu'il ne détient pas directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date. Dans ce contexte, l'Initiateur n'exclut pas d'augmenter sa participation dans la Société après la fin de l'Offre (directement ou indirectement, par l'acquisition d'Actions ou d'OCEANEs ou autrement) et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, l'offre publique d'achat sera soumise au contrôle de l'AMF, qui statuera sur sa conformité au regard du rapport d'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF.

L'Initiateur a l'intention, (i) à la suite de l'acquisition d'OCEANEs, d'exercer tout droit dont il dispose conformément aux termes et conditions des OCEANEs (en ce compris le droit de convertir en Actions les OCEANEs en sa possession pendant ou après la période d'Offre) et (ii) de faire exercer par la Société tout droit dont elle dispose conformément aux termes et conditions des OCEANEs.

⁵⁵ Aux fins du présent paragraphe, et conformément aux termes et conditions des OCEANEs, on entend par « jour ouvré » un jour (autre qu'un samedi ou un dimanche) (i) pendant lequel les marchés et les banques commerciales sont ouverts à Paris (France) et (ii) pendant lequel Euroclear France ou tout successeur opère et (iii) pendant lequel le système de règlement brut en temps réel de la zone euro (dit « TARGET 2 »), ou tout système ultérieur est en fonctionnement.

2.12 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pour une période de 21 Jours de Bourse.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon une procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à l'issue de la publication du résultat de l'Offre.

Les Actions et OCEANES apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, nantissement, gage ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de rejeter, à sa seule discrétion, toutes Actions ou OCEANES apportées dans le cadre de l'Offre qui ne rempliraient pas cette condition.

Les actionnaires dont les Actions sont sous forme nominative peuvent demander la conversion de leurs Actions au nominatif administré afin d'apporter leurs titres à l'Offre, à moins qu'ils n'aient déjà demandé leur conversion au porteur. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions nominatives entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions au nominatif. Nonobstant ce qui précède, les actionnaires dont les titres sont détenus au nominatif pur auront également la possibilité d'apporter leurs titres à l'Offre semi-centralisée par l'intermédiaire d'Euronext Paris sans conversion préalable au porteur ou au nominatif administré par l'intermédiaire d'Uptevia agissant en qualité de teneur de registre des Actions de la Société.

Les actionnaires et porteurs d'OCEANES de la Société dont les Actions ou OCEANES sont inscrits auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions ou OCEANES à l'Offre doivent soumettre à leur intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) détenteur de leurs Actions ou OCEANES un ordre d'apport ou de vente au Prix de l'Offre par Action, Prix de l'Offre par OCEANE 2020 ou Prix de l'Offre par OCEANE 2022 à temps pour l'exécution de leur ordre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions ou OCEANES directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions ou OCEANES dans le cadre de l'Offre semi-centralisée d'Euronext Paris afin de bénéficier du remboursement des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites en Section 2.15 ci-dessous. Les actionnaires et porteurs d'OCEANES doivent s'adresser à leurs intermédiaires financiers respectifs pour obtenir des informations sur les contraintes potentielles et les échéances de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs propres modalités de traitement des ordres pour pouvoir apporter leurs titres à l'Offre.

Les ordres d'apport d'Actions ou d'OCEANES à l'Offre seront irrévocables.

L'Offre et tous les accords y afférents sont soumis au droit français. Tout litige ou contentieux de quelque nature que ce soit relatif à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Le transfert de propriété des Actions et OCEANES apportées à l'Offre et de l'ensemble des droits y attachés (y compris le droit aux dividendes) interviendra à la date de l'inscription au compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé, le cas échéant, que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions et des

OCEANES à l'Offre ne portera pas intérêt et sera mise en paiement à la date du règlement-livraison.

2.12.1 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires et porteurs d'OCEANES de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions et/ou OCEANES à l'Offre peuvent vendre leurs Actions et/ou OCEANES sur le marché. Ils devront déposer leurs ordres de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison des Actions et OCEANES interviendra le deuxième jour de bourse suivant le jour de l'exécution de l'ordre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage correspondants et la taxe sur la valeur ajoutée (« TVA »)) afférents à ces opérations resteront intégralement à la charge des actionnaires ou porteurs d'OCEANES apportant leurs Actions et/ou OCEANES à l'Offre sur le marché.

Société Générale, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de la totalité des Actions et OCEANES qui seront apportées dans le cadre de l'Offre.

Pour les OCEANES 2022 apportées à l'Offre sur le marché, sur la base du calendrier indicatif de l'Offre fourni en Section 2.14, le prix payé par l'Initiateur sera de 105.000,00 euros jusqu'au 11 mars 2025 inclus, coupon inclus. A partir du 12 mars 2025 (i.e. date de détachement du coupon), le prix payé par l'Initiateur sera ex-coupon (i.e. 103.562,50 euros), les porteurs d'OCEANES 2022 touchant le coupon (i.e. 1.437,50 euros) de la part de la Société le 14 mars 2025 (le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

2.12.2 Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris

Une procédure d'apport dite semi-centralisée sera mise en place par Euronext Paris du fait de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la Section 2.15 ci-après.

Les actionnaires et porteurs d'OCEANES de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions et/ou OCEANES à l'Offre semi-centralisée d'Euronext Paris doivent soumettre leurs ordres de vente à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs Actions ou OCEANES sont déposées au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra en charge les frais de courtage des actionnaires et porteurs d'OCEANES, dans les conditions décrites en Section 2.15 ci-dessous.

Pour les OCEANES 2022 apportées à l'Offre semi-centralisée d'Euronext Paris, sur la base du calendrier indicatif de l'Offre fourni en Section 2.14, le prix payé par l'Initiateur à la date du règlement-livraison de l'Offre (i.e. 24 mars 2025) sera ex-coupon (i.e. 103.562,50 euros), les porteurs d'OCEANES 2022 touchant le coupon (i.e. 1.437,50 euros) de la part de la Société le 14 mars 2025 (le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous, à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

2.13 Faculté pour l'Initiateur d'acquérir des Actions et des OCEANES pendant la durée de l'Offre

A compter de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre, soit le 2 janvier 2025 et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur s'est réservé le droit d'acheter des Actions ou des OCEANES, sur le marché ou hors marché, conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement Général de l'AMF, dans les limites prévues à l'article 231-38, IV du Règlement Général de l'AMF, correspondant à un maximum de 30% des Actions existantes, 30% des OCEANES 2020 existantes et 30% des OCEANES 2022 existantes visées par l'Offre, respectivement au Prix de l'Offre par Action, au Prix de l'Offre par OCEANE 2020 et au Prix de l'Offre par OCEANE 2022, soit un maximum de 21.214.001 Actions, 1.103.895 OCEANES 2020 et 900 OCEANES 2022 à la date du dépôt du projet d'Offre Initiale.

Il est rappelé que, après publication par l'AMF de l'avis de dépôt du Projet de Note d'Information Initial le 2 janvier 2025 (avis AMF n°225C0021), et conformément à l'article 231-38 du Règlement Général de l'AMF, Brookfield Renewable Holdings a acquis sur le marché (i) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par Action, 21.214.001 Actions représentant 13,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société, et (ii) sur la base d'un ordre libellé au Prix de l'Offre par OCEANE 2020, 1.103.895 OCEANES 2020, tel que plus amplement détaillé en section 1.1.2 de la Note d'Information.

En conséquence, 900 OCEANES 2022 peuvent encore être acquises par l'Initiateur sur le marché au Prix de l'Offre par OCEANE 2022 à la date de la Note d'Information et jusqu'à la date d'ouverture de l'Offre.

Ces acquisitions, le cas échéant, feront l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF et d'une publication sur le site internet de l'AMF conformément à la réglementation applicable. Ces informations seront également publiées, en français et en anglais, sur le site internet de l'Initiateur (neoen-offer-brookfield.com) et seront ainsi mises à la disposition des actionnaires de la Société résidant aux Etats-Unis d'Amérique.

2.14 Calendrier indicatif de l'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
2 janvier 2025	Dépôt du projet d'Offre Initiale et du Projet de Note d'Information Initial de l'Initiateur auprès de l'AMF Projet de Note en Réponse Initial de la Société déposé auprès de l'AMF, incluant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant
28 janvier 2025	Relèvement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 de 101.382,00 euros par OCEANE 2022 à 105.000,00 euros⁵⁶ par OCEANE 2022 Dépôt du Projet de Note d'Information Révisé de l'Initiateur auprès de l'AMF Version du Projet de Note d'Information Révisé de l'Initiateur mis à la disposition du public et mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (neoen-offer-brookfield.com) et de la Société (www.neoen.com) Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant la mise à disposition du Projet de Note d'Information Révisé
28 janvier 2025	Version du Projet de Note en Réponse Révisé de la Société déposé auprès de l'AMF, incluant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur l'Offre Révisée et le rapport complété de l'expert indépendant Version du Projet de Note en Réponse Révisé de la Société mis à la disposition du public et mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.neoen.com) Publication par la Société d'un communiqué de presse annonçant la mise à disposition du Projet de Note en Réponse Révisé de la Société
11 février 2025	Déclaration de conformité de l'Offre délivrée par l'AMF, emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société
11 février 2025	Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de l'Initiateur Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de la Société
11/12 février 2025	La note d'information de l'Initiateur et les informations relatives à ses caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres sont mises à la disposition du public et publiées sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org)

⁵⁶ Ce prix est coupon attaché. Le montant du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 euros coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 euros (voir Section 2.10 pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du Prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

	france.org), de l'Initiateur (neoen-offer-brookfield.com) et de la Société (www.neoen.com) Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information et les informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de l'Initiateur La Note en Réponse de la Société et les informations relatives à ses caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres mises à la disposition du public et publiées sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.neoen.com) Publication par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du public de la Note en Réponse et des informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres de la Société
13 février 2025	Ouverture de l'Offre
5 mars 2025	Publication par la Société de ses comptes consolidés pour l'année 2024, non-audités par les commissaires aux comptes. Ces derniers seront disponibles sur le site web de Neoen (www.neoen.com).
13 mars 2025	Clôture de l'Offre
18 mars 2025	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
24 mars 2025	Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris
4 avril 2025	Mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, le cas échéant

2.15 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

A l'exception de ce qui est indiqué ci-dessous, aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission versée par l'Initiateur à un porteur ayant apporté des Actions ou des OCEANES à l'Offre, ou à tout intermédiaire ou personne sollicitant l'apport d'Actions ou d'OCEANES dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur prendra néanmoins à sa charge les frais de courtage et la TVA afférente payés par les porteurs d'Actions et les porteurs d'OCEANES ayant apporté leurs Actions et/ou OCEANES à l'Offre semi-centralisée, dans la limite de 0,30 % (hors taxes) du montant des Actions et OCEANES apportées dans le cadre de l'Offre et dans la limite de 150 euros par dossier (TVA comprise). Les actionnaires et porteurs d'OCEANES susceptibles de bénéficier du remboursement des frais de courtage comme évoqué ci-dessus (et de la TVA afférente) ne sont que les porteurs d'Actions et d'OCEANES inscrits en compte le jour précédent l'ouverture de l'Offre et qui apportent leurs Actions et/ou OCEANES dans le cadre de l'Offre semi-centralisée. Les actionnaires et porteurs d'OCEANES qui cèdent leurs Actions et/ou OCEANES sur le marché ne pourront pas bénéficier dudit remboursement des frais de courtage (ni de la TVA afférente).

2.16 Restrictions de l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre s'adresse donc aux actionnaires et porteurs d'OCEANES de la Société situés en France et hors de France, sous réserve que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du Projet de Note d'Information Initial, du Projet de Note d'Information Révisé, de la Note d'Information, de l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions ou des OCEANES peuvent, dans certaines juridictions, faire l'objet d'une réglementation ou de restrictions spécifiques. Par conséquent, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'une juridiction où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni la Note d'Information ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans une quelconque juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation serait illégale, ne pourrait valablement être faite, ou nécessiterait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en vertu du droit financier local. Les porteurs d'Actions et d'OCEANES situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où cette participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession de la Note d'Information sont tenues d'obtenir des informations concernant les restrictions locales éventuellement applicables et de se conformer à ces restrictions. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur ne peut être tenu responsable de toute violation par quiconque des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis d'Amérique

L'Offre vise les titres de Neoen, société de droit français, et est soumise à des obligations d'information et de procédure françaises différentes de celles applicables aux États-Unis.

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à l'article 14(e) de l'*U.S. Securities Exchange Act* de 1934, tel que modifié (le « **US Exchange Act** »), aux règles et règlements promulgués en vertu de celui-ci, y compris le Règlement 14E après application des dispenses prévues par la règle 14d-1(d) de l'*U.S. Exchange Act* (« *Tier II Exemption* ») et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles d'information et de procédure, y compris celles relatives au règlement-livraison (en ce compris le moment où le paiement de du prix est effectué) et à l'achat d'Actions en dehors de l'Offre, qui sont différentes des règles et procédures relatives aux offres publiques aux États-Unis.

Dans la mesure où cela est permis par les lois et règlements applicables, en ce compris la règle 14e-5 de l'U.S. Exchange Act, et conformément à la réglementation française, l'Initiateur et ses affiliés peuvent, directement ou indirectement par le biais de tout intermédiaire financier, à compter de la date des présentes, et en dehors du cadre de l'Offre, acquérir des Actions ou des OCEANES sur le marché ou hors marché conformément à la Section 2.13 du présent document. Dans la mesure où les informations relatives à ces acquisitions sont rendues publiques en France conformément à la réglementation en vigueur, elles seront également publiées sur le site internet de l'Initiateur (neoen-offer-brookfield.com) en langue française et anglaise à des fins de communication aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'OCEANES résidant aux Etats-Unis d'Amérique comme indiqué en Section 2.13 du présent document. En aucun cas ces acquisitions ne seront effectuées pour un prix par Action ou OCEANES supérieur au Prix de l'Offre par Action, au Prix de l'Offre par OCEANE 2020 ou au Prix de l'Offre par OCEANE 2022, respectivement. Aucune acquisition en dehors du cadre de l'Offre ne sera effectuée par ou pour le compte de l'Initiateur aux États-Unis d'Amérique.

Le paiement du Prix de l'Offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES aux Etats-Unis d'Amérique peut constituer une transaction imposable soumise à l'impôt sur le revenu, y compris l'impôt fédéral américain sur le revenu et peut constituer une transaction imposable en vertu des lois fiscales nationales ou régionales françaises, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Il est vivement recommandé à chaque actionnaire et porteur d'OCEANES américain de solliciter immédiatement un conseil professionnel indépendant au sujet des conséquences fiscales de l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires et porteurs d'OCEANES aux Etats-Unis d'Amérique de faire valoir leurs droits en vertu des lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières étant donné que l'Initiateur et la Société sont des sociétés dont le siège social est situé en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont des résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires et porteurs d'OCEANES américains pourraient ne pas être en mesure d'assigner la Société ou ses dirigeants ou administrateurs devant un tribunal non américain pour toute violation des lois américaines sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait être difficile de contraindre la Société et/ou ses affiliés à se soumettre à la juridiction ou à une décision d'un tribunal américain.

Ni la Note d'Information, ni la Note en Réponse n'ont été déposés ou examinés par une autorité de contrôle des marchés financiers fédérale ou étatique ou toute autre autorité réglementaire aux États-Unis d'Amérique (en ce compris la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis d'Amérique), et aucune de ces autorités n'a commenté l'exactitude ou la pertinence des informations contenues dans la Note d'Information ou la Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et constituerait une infraction pénale.

Pour les besoins des paragraphes précédents, les États-Unis d'Amérique désignent les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un de ces États et le *District of Columbia*.

3. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ

Le comité social et économique de la Société a été informé et consulté, conformément aux dispositions des articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur l'Acquisition de Bloc (décrite à la Section 2.1 de la présente Note en Réponse) et a émis un avis favorable avec réserve le 17 juin 2024.

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

A la date de la présente Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

- Xavier Barbaro (Président du conseil d'administration)
- Helen Lee Bouygues*
- Sixto, représenté par Bertrand Dumazy*
- Bpifrance Investissement, représentée par Vanessa Giraud
- Ignacio Paz-Ares
- Ignacio Gomez-Acebo
- Ines Bargueno

* membres indépendants

Le 26 décembre 2024, le conseil d'administration composé des membres suivants a émis l'avis motivé repris intégralement ci-dessous :

Membres du conseil d'administration ayant participé à l'avis motivé :

- Xavier Barbaro (Président du conseil d'administration)
- Helen Lee Bouygues
- Sixto, représenté par Bertrand Dumazy
- Vanessa Giraud,
- Fonds Stratégique de Participations (FSP), représenté par Christophe Gégout,
- Simon Veyrat

Madame Stéphanie Levan était absente et excusée. Monsieur Jacques Veyrat participait également à la réunion en sa qualité de censeur.

« Le Président rappelle que lors de sa séance du 12 avril 2024, le Conseil d'administration a désigné le cabinet Finexsi – Expert c^o Conseil Financier, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Maxime Rogeon, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I, 1^o, 2^o, 4^o et 5^o et II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l' « Expert Indépendant »).

Le Président rappelle que l'Expert Indépendant est chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, dans la mesure notamment où la Société sera, sous réserve de la réalisation de la Cession du Bloc, contrôlée par l'initiateur de l'Offre, et que Brookfield a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

a. Travaux du Comité ad hoc et interactions avec l'Expert Indépendant

Le Président rappelle que lors de sa séance du 30 mars 2024, le Conseil d'administration a ratifié et approuvé formellement la constitution du Comité ad hoc composé de Madame Helen Lee Bouygues, de la société Sixto, représentée par Monsieur Bertrand Dumazy et du FSP, représenté par Monsieur Christophe Gégout, tous membres indépendants du Conseil d'administration. Le Comité ad hoc est notamment chargé de préparer le projet d'avis motivé qui doit être rendu par le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre.

La société Sixto, représentée par Monsieur Bertrand Dumazy, en sa qualité de président du Comité ad hoc rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Le Comité ad hoc s'est réuni à de nombreuses reprises depuis qu'il a été informé du projet d'Opération et a été tenu au courant des différentes étapes et avancées de l'Opération dans le cadre des réunions régulières du conseil d'administration de la Société.

En particulier, le Comité ad hoc s'est réuni et s'est entretenu avec l'Expert Indépendant à de nombreuses reprises depuis qu'il a été informé du projet d'Opération et notamment de manière formelle à 4 reprises :

- le 12 avril 2024, pour un premier point introductif sur sa mission et les informations nécessaires pour débiter ses travaux et la désignation de Finexsi en tant qu'expert indépendant ;
- le 28 mai 2024, en amont de la signature de la promesse d'achat relative à la Cession du Bloc, réunion au cours de laquelle l'Expert Indépendant a fait part de ses premiers constats ;
- le 16 décembre 2024, pour une présentation détaillée par l'Expert Indépendant de travaux et de ses conclusions préliminaires ;
- le 26 décembre 2024, pour une présentation des conclusions de l'Expert Indépendant en amont de la remise de l'avis motivé par le Comité ad hoc.

Le détail des interactions entre les membres du Comité ad hoc et l'Expert Indépendant est repris de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Finexsi.

Tout au long de cette période, le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations que ce dernier estimait nécessaires pour l'exécution de sa mission, et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

b. Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

Le Président rappelle que le rapport de l'Expert Indépendant, dont les conclusions sont reproduites ci-dessous, a été mis à disposition des membres du Conseil d'administration :

« En ce qui concerne l'actionnaire de Neoen »

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 39,85 € par action (coupon détaché).

Ce prix d'Offre correspond à celui ressortant du contrat d'acquisition d'actions conclu par l'Initiateur avec Impala, le Fonds Stratégique de Participations géré par ISALT, Cartusia, Xavier Barbaro et d'autres actionnaires pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, dont la réalisation n'est pas intervenue au moment de la remise du présent rapport.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 32,3 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur la trajectoire financière « standalone » communiquée par le management et extrapolée jusqu'à la fin de la période d'exploitation des parcs. Cette trajectoire reflète les ambitions de croissance à horizon 2030E, avec un objectif de capacité installée de 15 GW financé sans recours à de nouvelles levées de fonds, ainsi que communiquée au marché. Elle repose sur la capacité du management à maintenir un rythme soutenu de développement du parc sans dégradation de la performance financière, et permet d'appréhender le plein effet de la stratégie mise en œuvre et annoncée au marché. En cela, l'actionnaire bénéficie, selon ce critère retenu à titre principal, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Neoen.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de Neoen qui le souhaitent, avec une prime de 27,4 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre, et une prime de 38,7 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 60,6 % et 65,0 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 20,4 % et 28,3 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre, également retenue à titre secondaire, fait pour sa part ressortir des primes de 5,3 % à 52,7 %.

En ce qui concerne le porteur d'OCEANE 2020

L'Offre porte également sur l'ensemble des OCEANES 2020 et 2022 émises par Neoen.

Le prix d'Offre des OCEANES 2020, soit 48,14€ par OCEANE déterminé dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 30 janvier 2025, correspond à la valeur contractuelle de conversion ajustée retenue à titre principal. Celle-ci résulte de la prise en compte du prix d'Offre des actions en application de la formule de conversion prévue dans les termes et conditions des OCEANES en cas d'offre publique.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2020 fait ressortir des primes sur l'ensemble des autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,7% par rapport à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, (ii) une prime de 1,8% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre et (iii) une prime de 5,1% par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.

En ce qui concerne le porteur d'OCEANE 2022

Le prix d'Offre des OCEANES 2022, soit 101.382€ par OCEANE déterminé dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 30 janvier 2025, correspond à la valeur ressortant de l'application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, prévue dans les termes et conditions des OCEANES, dont le montant est supérieur à la valeur contractuelle de conversion ajustée (99.888 € par OCEANE 2022), ces deux approches étant retenues à titre principal.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2022 fait ressortir des primes sur les autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,3% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre et (ii) une prime de 10,3% par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'engagement d'apport de Bpifrance, (ii) le contrat de liquidité, (iii) le plan de rétention en numéraire, (iv) le plan d'actions de rétention, (v) le contrat de liquidité de Monsieur Romain Desrousseaux, (vi) le contrat de liquidité de Monsieur Xavier Barbaro, (vii) le plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier Barbaro, (viii) le Plan d'Actions Théoriques, (ix) le Pacte d'Actionnaires et (x) le réinvestissement de Monsieur Xavier Barbaro et de Monsieur Romain Desrousseaux, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 39,85 € (coupon détaché) par action, 48,14 € par OCEANE 2020 et 101.382 € par OCEANE 2022 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 de Neoen, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. »

Le Président donne la parole aux administrateurs pour poser toute question ou faire part de leurs commentaires.

Le Président invite la société Sixto, représentée par Monsieur Bertrand Dumazy, président du Comité ad hoc, à présenter les conclusions du Comité ad hoc ainsi que le projet d'avis motivé tel que proposé au Conseil d'administration :

Projet d'avis motivé :

Le Comité ad hoc a proposé l'avis motivé suivant :

« S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité ad hoc note que les intentions de l'Initiateur sont décrites aux paragraphes 1.2.1 à 1.2.8 du projet de note d'information tel que préparé par l'Initiateur à la date des présentes (le « Projet de Note d'Information »). Il y est notamment précisé que l'intention de l'Initiateur est « d'exploiter Neoen en tant que société de portefeuille autonome dirigée par l'équipe de direction actuelle, avec son propre bilan et son propre budget, tout en bénéficiant du soutien total de la plateforme mondiale d'énergie renouvelable et de transition de Brookfield et de ses capacités de gestion d'actifs ».

Le Comité ad hoc constate ainsi que l'Offre permettra à la Société d'être adossée à un actionnaire de contrôle disposant de moyens financiers importants et dont le projet s'inscrit dans la stratégie déployée par la Société. Le Comité ad hoc note que l'Initiateur estime qu'il est particulièrement bien positionné pour aider la Société à franchir la prochaine étape de sa croissance, d'un point de vue commercial et financier.

L'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie portée par l'équipe de direction en ce qui concerne les pays et les technologies, ainsi que l'approche générale en matière de contractualisation. Dans le cadre de cette stratégie,

L'Initiateur a l'intention de poursuivre la cession d'actifs dans des juridictions non essentielles en Afrique et en Amérique latine, afin d'allouer davantage de ressources et de se concentrer sur les actifs essentiels et les régions où l'Initiateur voit le plus grand potentiel de création de valeur. Toute expansion au-delà de l'empreinte actuelle serait évaluée au cas par cas. Enfin, l'Initiateur entend maintenir la stratégie actuelle de farm-down tout en conservant la souplesse nécessaire et de poursuivre des farm-downs sur des portefeuilles et des actifs plus importants de la Société sur une base régionale. Le montant des farm-downs sera évalué en fonction des besoins futurs en capital de la Société pour financer la croissance, entre autres considérations.

L'Initiateur a également l'intention de soutenir la stratégie de la Société en matière d'endettement sur les marchés des capitaux d'emprunt et d'élargir progressivement les mécanismes de financement de la Société, au fil de la croissance de l'activité

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société, mais que certaines opérations de réorganisation pourraient être envisagées.

Par ailleurs, le Comité ad hoc note qu'en cas de mise en œuvre du RO et de retrait de la cotation de la Société, une modification de la forme sociale actuelle de la Société pourrait être envisagée.

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur considère que ces réorganisations n'auraient aucun impact sur les opérations ou les effectifs de la Société. Les organes représentatifs du personnel concernés seraient informés et/ou consultés, selon les besoins, conformément à la législation applicable.

Enfin, le Comité ad hoc prend note que dans le cadre de l'obtention de l'autorisation de l'autorité de la concurrence australienne rendue pour la Cession du Bloc, la Société a décidé de céder, pour 950 millions de dollars australiens, à HMC Capital l'ensemble de son portefeuille d'actifs et de projets dans l'État de Victoria, en Australie, qui comprend 652 MW d'actifs en exploitation et 2,8 GW de projets en développement. Un accord a été signé le 4 décembre 2024 entre la Société et HMC Capital avec pour objectif une date de réalisation des cessions au 1^{er} juillet 2025 sous réserve de la réalisation de la Cession du Bloc.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information (paragraphe 1.2.2) que « l'Offre s'inscrit dans une stratégie de croissance continue vis-à-vis de Neoen et ne devrait pas avoir d'impact particulier sur les politiques de gestion des effectifs et des ressources humaines du Groupe, ni sur les conditions de travail des collaborateurs ou leur statut collectif ou individuel ». Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué qu'il « n'envisage aucun changement substantiel dans la façon dont le Groupe exerce ses activités et dans les endroits où il exerce ses activités ».

Il est précisé que les procédures applicables en matière d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel de la Société, relatives à la Cession du Bloc, ont été suivies.

Le CSE, dans sa délibération du 17 juin 2024, a émis un avis favorable avec réserve sur le projet de Cession du Bloc.

Il est rappelé que la Société a attribué des actions gratuites (les « Actions Gratuites ») de la Société aux salariés et dirigeants du groupe Neoen au titre de plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions et que des salariés détiennent également des actions de la Société dans le cadre de Plans d'épargne d'entreprise.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur a proposé aux bénéficiaires et aux détenteurs d'Actions Gratuites qui ne pourraient pas être apportées à l'Offre ou au RO (les « Actions Indisponibles ») de conclure des engagements d'achat et de vente de leurs Actions Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en espèces pour ces Actions Indisponibles (les « Accords de Liquidité »).

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour les salariés.

S'agissant du Prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société et les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022

Le Comité constate que :

- *Sur le prix par action de l'Offre :*

- *l'Initiateur indique que le prix offert de 39,85 euros par action (« Prix de l'Offre ») extériorise : (i) une prime de 26,9% sur le dernier cours de clôture des actions à la date d'annonce de l'opération (30 mai 2024) et (ii) des primes de 40,3% et 43,5% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 3 mois et 6 mois respectivement, ainsi que (iii) des primes significatives sur les autres critères de valorisation ; et*
- *L'Expert Indépendant indique que :*
 - *le prix d'Offre extériorise une prime de 32,3 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, qu'il considère comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur la trajectoire financière « standalone » communiquée par le management et extrapolée jusqu'à la fin de la période d'exploitation des parcs. Cette trajectoire reflète les ambitions de croissance à horizon 2030E, avec un objectif de capacité installée de 15 GW financé sans recours à de nouvelles levées de fonds, ainsi que communiquée au marché. Elle repose sur la capacité du management à maintenir un rythme soutenu de développement du parc sans dégradation de la performance financière, et permet d'appréhender le plein effet de la stratégie mise en œuvre et annoncée au marché. En cela, l'actionnaire qui apporte à l'Offre bénéficie, selon ce critère retenu à titre principal, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Neoen ;*
 - *l'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de Neoen qui le souhaitent, avec une prime de 27,4 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre, et une prime de 38,7 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours ;*
 - *concernant la méthode analogique des comparables boursiers, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 60,6 % et 65,0 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon ;*
 - *concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises de 20,4 % et 28,3 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire ;*
 - *la référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre, fait pour sa part ressortir des primes de 5,3 % à 52,7 % ;*
 - *De manière générale, le prix d'Offre de 39,85 € (coupon détaché) par action, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Neoen, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.*

- *Sur le prix de l'Offre par OCEANE 2020 et le prix de l'Offre par OCEANE 2022 :*

- *l'Initiateur indique que ces prix sont alignés sur les prix résultant des dispositions d'ajustement des OCEANES en cas de changement de contrôle (tel que ce terme est défini dans les termes et conditions des OCEANES) ; et*
- *L'Expert Indépendant indique que :*
 - *Sur le prix d'Offre des OCEANES 2020 :*
 - *le prix d'Offre des OCEANES 2020, soit 48,14€ par OCEANE déterminé dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 30 janvier 2025, correspond à la valeur contractuelle de conversion ajustée retenue à titre principal. Celle-ci résulte de la prise en compte du prix d'Offre des actions en application de la formule de conversion prévue dans les termes et conditions des OCEANES en cas d'offre publique ;*
 - *le prix d'Offre des OCEANES 2020 fait ressortir des primes sur l'ensemble des autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,7% par rapport à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, (ii) une prime de 1,8% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre et (iii) une prime de 5,1% par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.*
 - *Sur le prix d'Offre des OCEANES 2022 :*
 - *le prix d'Offre des OCEANES 2022, soit 101.382€ par OCEANE déterminé dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 30 janvier 2025, correspond à la valeur ressortant de l'application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, prévue dans les termes et conditions des OCEANES, dont le montant est supérieur à la valeur contractuelle de conversion ajustée (99.888 € par OCEANE 2022), ces deux approches étant retenues à titre principal.*
 - *le prix d'Offre des OCEANES 2022 fait ressortir des primes sur les autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,3% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre et (ii) une prime de 10,3% par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.*
- *De manière générale, l'Expert Indépendant conclue que le prix d'Offre de 48,14 € par OCEANE 2020 et 101.382 € par OCEANE 2022 est équitable d'un point de vue financier pour les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 de Neoen, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.*

Il est rappelé que le cabinet Finexsi a reçu un courrier de la part de Millennium International Management LP (« Millennium »), porteur d'OCEANES 2020 et 2022, en date du 17 octobre 2024. Dans ce courrier, Millennium indique que les prix des OCEANES « ne représentent pas la juste valeur des OCEANES 2020 et

des OCEANES 2022 » et détermine une fourchette d'évaluation sur la base de deux modèles optionnels issus de Bloomberg. Millennium extériorise ainsi des valeurs comprises entre 46,6€ et 51,0€ pour les OCEANES 2020 et entre 98.600€ et 108.300€ pour les OCEANES 2022. Le cabinet Finexsi a adressé un courrier à Millennium afin d'obtenir davantage de détails sur les paramètres d'évaluation utilisés qui lui ont été fournis courant décembre. Le cabinet Finexsi a pris en compte et examiné les éléments transmis par Millennium. Il ressort des conclusions de Finexsi que le porteur d'OCEANES n'a pas mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère, et a uniquement considéré un modèle optionnel, à la différence de leur approche d'évaluation. Ses analyses sur les différents points soulevés par Millennium ne le conduit donc pas à modifier son appréciation du prix d'Offre de 48,14€ pour les OCEANE 2020 et de 101.382€ pour les OCEANE 2022.

Il est rappelé que l'Expert Indépendant a également procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'engagement d'apport de Bpifrance, (ii) le contrat de liquidité, (iii) le plan de rétention en numéraire, (iv) le plan d'actions de rétention, (v) le contrat de liquidité de Monsieur Romain Desrousseaux, (vi) le contrat de liquidité de Monsieur Xavier Barbaro, (vii) le plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier Barbaro, (viii) le Plan d'Actions Théoriques, (ix) le Pacte d'Actionnaires et (x) le réinvestissement de Monsieur Xavier Barbaro et de Monsieur Romain Desrousseaux. Cet examen n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon l'Expert Indépendant, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Le Comité considère par conséquent que l'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de la Société et aux porteurs d'OCEANES d'obtenir une liquidité immédiate et totale de leurs Actions et OCEANES, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire. En outre, le Comité note que :

- dans l'hypothèse où le nombre d'actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société et des Actions converties par des Accords de Liquidité, mais incluant les Actions PEE Indisponibles et les Actions Gratuites Accélérées 2023 tel que ces termes sont définis dans le Projet de Note d'Information) ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur entend mettre en œuvre, au plus tard dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre, dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire. La mise en œuvre de cette procédure entraînera le retrait de la cotation des Actions d'Euronext Paris.
- dans l'hypothèse où le nombre d'actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société et le nombre d'actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% de la somme des actions existantes et des actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a également l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de transférer les OCEANES non apportées à l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure se traduira par le retrait de la cotation des OCEANES d'Euronext Access.

Conformément aux termes et conditions des OCEANES, la Société pourra, à sa discrétion et à tout moment, rembourser au pair majoré des intérêts courus la totalité des OCEANES concernées restant en circulation, si celles-ci représentent moins de 15% du nombre d'OCEANES 2020 émises au titre des OCEANES 2020 et si celles-ci représentent moins de 20% du nombre d'OCEANES 2022 émises au titre des OCEANES 2022.

Dans l'hypothèse où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société seraient réunies, mais où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les OCEANES ne seraient pas réunies, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions dans les conditions décrites ci-dessus, sous réserve que la Société puisse exercer l'option de remboursement anticipé en temps utile (étant précisé que l'Initiateur se réserve le droit de renoncer à cette condition). La mise en œuvre de cette procédure entraînera le retrait de la cotation des Actions d'Euronext Paris.

Enfin, le Comité note que l'Initiateur a également l'intention de proposer à l'assemblée générale annuelle 2025 de la Société, qui se tiendra avant le 30 juin 2025, d'approuver la suppression des droits de vote double attachés aux actions inscrites sous la forme nominative « pure » depuis plus de deux ans (précédemment approuvée en 2023 et prévue à l'article 11 des statuts de la Société).

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société et les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022.

Recommandation du Comité ad hoc :

Le Comité ad hoc, au terme de sa mission et après avoir pris connaissance de toutes les informations mises à disposition de ses membres, notamment (i) des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information, (ii) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information, (iii) du rapport de l'Expert Indépendant :

- considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés, puisque notamment l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et qu'elle s'inscrit dans la stratégie de l'entreprise, en permettant à la Société de bénéficier du soutien d'un actionnaire de premier plan disposant de moyens financiers importants et dont le projet s'inscrit dans la stratégie déployée par la Société;*
- considère que l'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires minoritaires en leur permettant de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à une prime significative par rapport aux références boursières pertinentes, et au même prix que celui obtenu par les vendeurs du bloc majoritaire;*
- considère que l'Offre est conforme à l'intérêt des porteurs d'OCEANES en leur permettant de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à des prix alignés sur les prix résultant des dispositions d'ajustement des OCEANES en cas de changement de contrôle ;*
- recommande, à l'unanimité au Conseil d'administration, de (i) conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 et de ses salariés, (ii) émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté et (iii) recommander, en conséquence, aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.*

Avis du Conseil d'administration :

Au regard des éléments qui précèdent des discussions s'ensuivent.

Le Président demande notamment aux administrateurs de confirmer leur intention d'apporter ou non tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent à l'Offre :

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
<i>Xavier Barbaro</i>	<i>Président du conseil d'administration</i>	<i>155.516</i>	<i>Actions cédées dans le cadre de la Cession du Bloc. Actions Indisponibles non-cédées dans le cadre de la Cession du Bloc font l'objet d'un Accord de Liquidité.</i>
<i>Helen Lee Bouygues</i>	<i>Administrateur indépendant</i>	<i>1.632</i>	<i>Apport à l'Offre</i>
<i>Simon Veyrat</i>	<i>Administrateur</i>	<i>0</i>	<i>N/A</i>
<i>Stéphanie Levan</i>	<i>Administrateur</i>	<i>1.450</i>	<i>Apport à l'Offre</i>
<i>Fonds Stratégique de Participations</i>	<i>Administrateur</i>	<i>10.593.898</i>	<i>Actions cédées dans le cadre de la Cession du Bloc</i>
<i>Bpifrance Investissement</i>	<i>Administrateur</i>	<i>6.674.470</i>	<i>Apport à l'Offre dans le cadre d'un engagement d'apport conclu le 24 juin 2024</i>
<i>Sixto</i>	<i>Administrateur</i>	<i>1.350</i>	<i>Apport à l'Offre</i>
<i>Jacques Veyrat</i>	<i>Censeur</i>	<i>0</i>	<i>N/A</i>

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'administration, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par Brookfield, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs et figurant dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre et du RO, (iv) du Projet de Note d'Information de l'Initiateur et du projet de note en réponse de la Société et (v) des conclusions des travaux de revue du Comité ad hoc, à l'unanimité, en ce compris les membres qui participent aux travaux du Comité ad hoc, Monsieur Barbaro s'en remettant à l'avis du Comité ad hoc :

- **approuve** le projet d'avis motivé tel que proposé par le Comité ad hoc ;
- **considère** à ce titre, dans les conditions de la recommandation du Comité ad hoc, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 et de ses salariés ;
- **décide** d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité ad hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;

- **recommande**, en conséquence, aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES d'apporter leurs actions et leurs OCEANES à l'Offre ;
- **donne** en tant que de besoin tous pouvoirs au Président à l'effet de finaliser le projet de note en réponse de la Société relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et entreprendre toutes actions nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

L'Initiateur a annoncé le 24 janvier 2025 rehausser le Prix de l'Offre des OCEANES 2022, en le portant à 105.000 € par OCEANE 2022.

Le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier a émis un projet de rapport complété et mis à jour, en date du 27 janvier 2025. Ce projet de rapport complété rappelle les interactions intervenues entre les membres du Comité ad hoc et l'expert indépendant de manière exhaustive.

Par ailleurs, le Conseil d'administration a décidé le 17 janvier 2025 de remplacer le poste vacant du FSP et de désigner Monsieur Xavier Barbaro en qualité de membre du Comité ad hoc afin de se conformer aux dispositions de l'article 261-1, III, du Règlement Général de l'AMF, lequel impose notamment que le Comité ad hoc soit composé de trois membres au moins, dont une majorité de membres indépendants.

Ainsi, à compter du 17 janvier 2025, la composition du comité ad hoc est donc la suivante :

- Société Sixto, représentée par Monsieur Bertrand Dumazy, président du Comité *ad hoc* ;
- Madame Helen Lee Bouygues, membre du Comité *ad hoc* ; et
- Monsieur Xavier Barbaro, membre du Comité *ad hoc*.

Les membres du Comité *ad hoc* se sont réunis en présence du cabinet Finexsi – Conseil & Expert Financier le 17, le 20 et le 27 janvier 2025. Lors de sa réunion du 27 janvier 2025, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres, Xavier Barbaro s'en remettant à l'avis des deux membres indépendants, après avoir pris connaissance du rapport de Finexsi – Conseil & Expert Financier, du Projet de Note d'Information Révisé et du Projet de Note en Réponse Révisé, a :

- (a) constaté que ces nouveaux éléments ne remettent pas en cause les conclusions de l'Expert Indépendant qui conclut que (i) ses analyses sur les différents points soulevés par les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 ne le conduisent pas à modifier son appréciation du prix d'Offre de 48,14 € pour les OCEANES 2020 et de 105.000 € (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025) pour les OCEANES 2022, fondée sur une analyse multicritères et (ii) la conclusion sur le caractère équitable des prix d'Offres, y compris en cas de mise en œuvre d'un

retrait obligatoire, reste donc inchangée par rapport au rapport initial du 26 décembre 2024 ;

- (b) par conséquent, ces nouveaux éléments ne remettent pas en cause sa recommandation au Conseil d'administration, rendue le 26 décembre 2024, de conclure que l'Offre, en ce qu'elle offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 la possibilité de céder leurs titres à un prix jugé équitable par l'Expert Indépendant, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 émises par la Société et de ses salariés ;
- (c) confirmé et réitéré sa recommandation au Conseil d'administration, rendue le 26 décembre 2024 de conclure que l'Offre, en ce qu'elle offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 la possibilité de céder leurs titres à un prix jugé équitable par l'Expert Indépendant, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 émises par la Société et de ses salariés.

En conséquence de ce qui précède, le Conseil d'administration, après avoir examiné le rapport complété, et après avoir pris connaissance des conclusions du Comité ad hoc, à l'unanimité des membres participant au vote, les administrateurs nommés sur proposition de Brookfield et Monsieur Xavier Barbaro s'en remettant à l'avis du Comité ad hoc, confirmé son avis motivé dont les termes sont intégralement reproduits ci-dessous :

« Offre publique d'achat simplifiée initiée par Brookfield Renewable Holdings SAS – Rapport Complété de l'Expert Indépendant du 25 janvier 2025 »

(a) Revue du Rapport Complété de l'Expert Indépendant

*Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration que dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Brookfield Renewable Holdings SAS (« **Brookfield** » ou l'« **Initiateur** ») sur les actions et les OCEANES de la Société (l'« **Offre** »), l'Initiateur a annoncé par un communiqué de presse en date du 24 janvier 2025 sa décision de procéder au relèvement du prix de l'Offre par OCEANE 2022 de 101.382 € par OCEANE 2022 (coupon attaché) à 105.000,00 € par OCEANE 2022 (coupon attaché). Le Président précise que le prix de l'Offre par action Neoen et le prix de l'Offre par OCEANE 2020 demeurent inchangés*

*Le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier (l'« **Expert Indépendant** ») a émis un projet de rapport complété et mis à jour en date du 25 janvier 2025 (le « **Rapport Complété** ») afin de corriger une erreur matérielle, de répondre aux observations reçues de porteurs d'OCEANES et de tenir compte du rehaussement du prix des OCEANES 2022. Ce Rapport Complété a été transmis aux membres du Comité ad hoc le 25 janvier 2025 et figure également dans le dossier envoyé au Conseil.*

Les membres du Conseil d'administration se sont réunis ce jour pour prendre connaissance du Rapport Complété et entendre les observations de l'Expert Indépendant.

(b) Recommandation du Comité ad hoc

Le Président indique aux membres du Conseil d'administration que les membres du Comité ad hoc se sont réunis en présence de l'Expert Indépendant les 17 et 20 janvier 2025 afin d'échanger sur le projet de Rapport Complété, les commentaires de l'Autorité des marchés financiers, les conséquences de ces éléments sur le calendrier de l'Offre, et les éléments complémentaires qui leur ont été présentés, notamment les remarques adressées par les porteurs d'OCEANES.

Le Président ajoute que les membres du Comité ad hoc se sont réunis ce jour, en présence de l'Expert Indépendant, afin d'entendre les observations de l'Expert Indépendant sur la version finalisée de son Rapport Complété. Lors de cette réunion, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres, Monsieur Xavier Barbaro s'en remettant à l'avis des deux membres indépendants du Comité ad hoc, après avoir pris connaissance du Rapport Complété, du Projet de Note d'Information révisé et du Projet de Note en Réponse révisé, a :

- *constaté que ces nouveaux éléments ne remettent pas en cause les conclusions de l'Expert Indépendant qui conclut que (i) ses analyses sur les différents points soulevés par les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 ne le conduisent pas à modifier son appréciation du prix d'Offre de 48,14 € pour les OCEANES 2020 et de 105.000 € (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025) pour les OCEANES 2022, fondée sur une analyse multicritères et (ii) la conclusion sur le caractère équitable des prix d'Offres, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, reste donc inchangée par rapport au rapport initial du 26 décembre 2024 ;*
- *par conséquent, ces nouveaux éléments ne remettent pas en cause sa recommandation au Conseil d'administration, rendue le 26 décembre 2024, de conclure que l'Offre, en ce qu'elle offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 la possibilité de céder leurs titres à un prix jugé équitable par l'Expert Indépendant, , y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 émises par la Société et de ses salariés ;*
- *confirmé et réitéré sa recommandation au Conseil d'administration, rendue le 26 décembre 2024 de conclure que l'Offre, en ce qu'elle offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 la possibilité de céder leurs titres à un prix jugé équitable par l'Expert Indépendant, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 émises par la Société et de ses salariés.*

(c) Avis motivé du Conseil d'administration

En conséquence de ce qui précède, le Conseil d'administration, après avoir examiné le Rapport Complété, le Projet de Note d'Information révisé et du Projet de Note en Réponse révisé, et après avoir pris connaissance des conclusions du Comité ad hoc :

- (i) **constate** que le Comité ad hoc a confirmé et réitéré sa recommandation au Conseil d'administration rendue le 26 décembre 2024, de conclure que l'Offre, en ce qu'elle offre aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 la possibilité de céder leurs titres à un prix jugé équitable par l'Expert Indépendant, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 émises par la Société et de ses salariés ;
- (ii) **confirme** à ce titre, dans les conditions de la recommandation du Comité ad hoc, que l'Offre, dans ses termes révisés, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires, des porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 et de ses salariés ;
- (iii) **confirme**, en conséquence, sa décision d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- (iv) **confirme** sa recommandation aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 d'apporter respectivement leurs titres à l'Offre ; et
- (v) **réitère**, en conséquence, l'autorisation donnée le 26 décembre 2024 au Président-directeur général de la Société en vue de finaliser et déposer le projet de note en réponse relatif à l'Offre (en ce compris le Projet de Note en

Réponse révisé), ainsi que tout document qui serait nécessaire dans ce cadre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société, d'effectuer toutes démarches et formalités auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et plus généralement, de prendre toutes dispositions et toutes mesures et signer tous documents nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre. »

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

Les membres du conseil d'administration de la Société, qui ont participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis l'avis motivé du 26 décembre 2024, visé à la Section 4, ont exprimé les intentions suivantes (étant précisé que ces intentions ont été réitérées par les administrateurs concernés lors de l'avis motivé du 27 janvier 2025):

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Xavier Barbaro	Président du conseil d'administration	155.516	113.973 Actions cédées dans le cadre de la Cession de Bloc. Les 41.543 Actions Indisponibles non-cédées dans le cadre de la Cession de Bloc font l'objet d'un Accord de Liquidité.
Helen Lee Bouygues*	Administrateur indépendant	1.632	Apport de 1.632 Actions à l'Offre
Simon Veyrat	Administrateur	0	N/A
Stéphanie Levan	Administrateur	1.450	Apport de 1.450 Actions à l'Offre
Fonds Stratégique de Participations	Administrateur	10.593.898	Actions cédées dans le cadre de la Cession du Bloc
Bpifrance Investissement	Administrateur	6.674.470	Apport à l'Offre dans le cadre d'un engagement d'apport conclu le 24 juin 2024
Sixto*	Administrateur	1.350	Apport de 1.350 Actions à l'Offre

*Intention d'apporter ses actions à l'Offre réitérée en tant de que besoin lors du conseil d'administration du 27 janvier 2025 pour les administrateurs concernés.

Il est précisé qu'à la suite de l'adoption de l'avis motivé le 26 décembre 2024, M. Simon Veyrat, Mme Stéphanie Levan et le Fonds Stratégique de Participations (FSP), représenté par M. Christophe Gégout, ont démissionné de leur mandat d'administrateurs au sein du conseil d'administration de Neoen avec effet à la date de la réalisation de l'Acquisition de Bloc et M. Jacques Veyrat a démissionné de ses fonctions de censeur. En remplacement de ces administrateurs, le conseil d'administration a coopté, avec effet à la même date, les représentants suivants de Brookfield : M. Ignacio Paz-Ares, Mme Ines Bargueno, et M. Ignacio Gomez-Acebo et. A la date de la présente Note en Réponse, M. Ignacio Paz-Ares, Mme Ines Bargueno, et M. Ignacio Gomez-Acebo et ne détiennent aucune Action de la Société.

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à assurer une information complète et effective, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

6. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 188.338 de ses propres actions.

Le 26 décembre 2024, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité que les actions auto-détenues ne seraient pas apportées à l'Offre.

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

7.1 Engagement de BPI d'apporter ses Actions à l'Offre

Comme indiqué à la Section 2.1, le 24 juin 2024, Brookfield Renewable Holdings a conclu avec Bpifrance l'Engagement d'Apport BPI aux termes duquel Bpifrance s'engage à apporter à l'Offre ses 6.674.470 Actions (représentant à cette date 4,36% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société) (les « **Actions BPI** »). Les Actions BPI qui font l'objet de cet engagement d'apport de BPI seront apportées à l'Offre au Prix de l'Offre par Action.

Bpifrance s'est notamment engagée à conserver la propriété libre et entière des Actions BPI jusqu'à la date à laquelle elle apportera les Actions BPI à l'Offre, à ne pas les grever d'un quelconque droit ou engagement quel qu'il soit et à ne pas transférer la propriété des Actions BPI, à ne pas conclure d'accord avec, ni à s'engager envers, un tiers en vue de transférer ou de restreindre la propriété ou les droits sur les Actions BPI, ni d'accorder quelque droit que ce soit sur les Actions BPI en faveur d'un tiers.

Dans le cadre de l'Engagement d'Apport BPI, Bpifrance a accepté de faire démissionner son représentant au conseil d'administration de la Société dès l'apport de ses Actions dans le cadre de l'Offre.

L'engagement de Bpifrance est notamment subordonné à l'obtention de la décision de conformité de l'AMF. Cet engagement pourra être résilié par Bpifrance en cas cumulativement (i) d'une offre concurrente déposée par un tiers qui serait approuvée par l'AMF et (ii) (A) en l'absence d'une offre améliorée de l'Initiateur déclarée conforme par l'AMF ou (B) en cas de retrait de l'Offre par l'Initiateur conformément à l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF.

Il est précisé en tant que de besoin que l'Initiateur et Bpifrance n'agissent pas de concert.

7.2 Réinvestissement des dirigeants

Les informations ci-après reproduisent les informations dans la Note d'Information, la Société n'étant pas partie à ces accords.

(a) Description du Plan de Réinvestissement et du Plan d'Actions Théoriques

Brookfield Renewable Holdings et Cartusia ont conclu le 27 décembre 2024 un accord de réinvestissement (l'« **Engagement de Réinvestissement** »), afin de définir les principales dispositions (i) du plan de réinvestissement qui devrait être mis en place au niveau de BRHL UK MidCo Limited⁵⁷ (« **BRHL Midco** »), un véhicule de holding intermédiaire entièrement détenu par Holdco, qui elle-même détient indirectement 100% de Brookfield Renewable Holdings, au bénéfice de certains cadres et dirigeants du Groupe en ce compris M. Xavier Barbaro (agissant en qualité de représentant légal de Cartusia) et M. Romain Desrousseaux (les « **Managers** ») (le « **Plan de Réinvestissement** ») et (ii) du plan d'actions théoriques qui devrait être mis en place au bénéfice des Managers (le « **Plan d'Actions Théoriques** »), dans chaque cas, après la clôture de l'Offre. Dans le cadre du Plan de Réinvestissement, les Managers concluront ou adhéreront à un pacte d'actionnaires relatif à BRHL Midco, qui reflétera les termes de l'Engagement de Réinvestissement (le « **Pacte BRHL Midco** »).

Le Plan de Réinvestissement prévoit :

- i. un investissement par certains Managers en actions ordinaires de BRHL Midco, *pari passu* avec BRHL UK Topco Limited⁵⁸ (« **BRHL Topco** »), véhicule intermédiaire entièrement détenu par Holdco et actionnaire de BRHL Midco, financé par l'utilisation de tout ou partie du produit de cession de leurs Actions dans le cadre de l'Acquisition de Bloc et/ou de l'Offre ou résultant de l'apport en nature de leurs Actions au Prix de l'Offre par Action à BRHL Midco, et

⁵⁷ BRHL UK MidCo Limited, une société privée à responsabilité limitée par actions (*private company limited*) dont le siège social est situé Level 25, One Canada Square, Canary Wharf, Londres, E14 5AA, Royaume-Uni, et immatriculée au registre des sociétés d'Angleterre et du Pays de Galles (*Registrar of Companies for England and Wales*) sous le numéro 15725580.

⁵⁸ BRHL UK Topco Limited, une société privée à responsabilité limitée par actions (*private company limited by shares*) dont le siège social est situé Level 25, One Canada Square, Canary Wharf, Londres, E14 5AA, Royaume-Uni, et immatriculée au registre des sociétés d'Angleterre et du Pays de Galles (*Registrar of Companies for England and Wales*) sous le numéro 15722933.

- ii. l'attribution gratuite à certains Managers d'actions ordinaires de BRHL Midco, dans le cadre d'un nouveau plan de rétention en numéraire (voir Section 7.2).

Les actions ordinaires émises par BRHL Midco seront souscrites à leur valeur de marché, le cas échéant, déterminée par un expert.

Le Plan d'Actions Théoriques consistera en des paiements de bonus aux Managers, pour un montant correspondant à la valeur notionnelle attachée aux actions théoriques (les « **Actions Théoriques** ») qui leur seraient attribuées, comme suit :

- i. le Plan d'Actions Théoriques prévoit une acquisition linéaire des Actions Théoriques sur une période de cinq ans (avec des dispositions habituelles d'acquisition accélérée) ;
- ii. la valeur notionnelle des Actions Théoriques est basée sur la plus-value réalisée par BRHL Topco sur son investissement dans BRHL Midco au-delà d'un certain taux de rendement minimum, en cas de survenance de (i) la cessation des fonctions d'un Manager, (ii) l'introduction en bourse d'une société du Groupe, (iii) un transfert direct ou indirect d'actions dans BRHL Midco, (iv) la liquidation de BRHL Midco ou (v) une distribution de dividende significative par BRHL Midco (une « **Sortie** »).

(b) Réinvestissement du président directeur général et du directeur général délégué

Cartusia (conformément aux termes de l'Engagement de Réinvestissement) s'est engagée à réinvestir en espèces au niveau de BRHL Midco, par voie de souscription à des actions ordinaires de BRHL Midco, pour un montant global de réinvestissement de 25 millions d'euros.

Conformément à l'accord de réinvestissement conclu le 27 décembre 2024 entre Brookfield Renewable Holdings et M. Romain Desrousseaux, ce dernier dispose quant à lui d'une faculté de réinvestissement pour un montant total maximum d'environ 6,2 millions d'euros, susceptible d'être réalisé directement ou indirectement, par voie d'apport nature de tout ou partie des Actions RD Susceptibles d'Être Apportées au Prix de l'Offre par Action ou par voie d'apport en espèces.

(c) Description du Pacte BRHL Midco – Transferts de titres et liquidité

Les dispositions suivantes s'appliqueront aux transferts de titres de BRHL Midco :

- *Droit de préemption de BRHL Topco* : BRHL Topco bénéficiera d'un droit de préemption en cas de transfert par un Manager de ses titres dans BRHL Midco autre qu'un transfert libre habituel, à moins que ce transfert n'ait été approuvé par BRHL Topco.
- *Obligation de sortie conjointe de BRHL Topco* : dans l'hypothèse où BRHL Topco recevrait une offre d'un tiers portant sur l'acquisition d'une majorité du capital de BRHL Midco, BRHL Topco aura le droit de forcer les Managers à céder 100 % de leurs titres de BRHL Midco.
- *Droit de sortie conjointe* :

- *Droit de sortie conjointe proportionnelle* : en cas de transfert direct ou indirect de titres de BRHL Midco à un tiers, les Managers pourront exiger de céder la même proportion de titres de BRHL Midco à ce tiers.
- *Droit de sortie conjointe totale* : en cas de transfert direct ou indirect de titres de BRHL Midco à un tiers entraînant soit (i) la détention par ce tiers de plus de 50 % des titres de BRHL Midco, sauf dans le cadre d'un transfert libre habituel, soit (ii) le fait que BRHL Topco ou ses filiales cesse de contrôler BRHL Midco, les Managers pourront exiger de céder la totalité de leurs titres de BRHL Midco à ce tiers.

Les Managers bénéficieront à terme de droits de liquidité portant sur une quote-part des titres de BRHL Midco qu'ils détiennent, sous la forme d'options de vente accordées par BRHL Topco à chaque Manager (l'« **Option de Vente de Liquidité** »). Le prix d'exercice de l'Option de Vente de Liquidité sera basé sur la valeur de marché de 100 % des titres de BRHL Midco, telle que déterminée sur la base de la valorisation trimestrielle la plus récente du Groupe tel que figurant dans le *reporting* adressé aux investisseurs finaux de BRHL Topco ou, en cas de désaccord, par un expert indépendant.

7.3 Accords de liquidité

L'Initiateur a offert aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Indisponibles, d'Actions Indisponibles des Dirigeants (telles que définies ci-après), et/ou d'Actions XB Indisponibles (ensemble les « **Actions Indisponibles** ») (les « **Porteurs d'Actions Indisponibles** ») de conclure des engagements d'achat et de vente de leurs Actions Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions qui n'auraient pu être apportées à l'Offre ou acquises dans le cadre du Retrait Obligatoire (le « **Contrat de Liquidité** »).

S'agissant des Actions Gratuites Indisponibles et des Actions Indisponibles des Dirigeants détenues par M. Romain Desrousseaux, conformément au Contrat de Liquidité, en cas de survenance d'un Cas de Défaut de Liquidité (tel que défini ci-après), l'Initiateur disposera d'une option d'achat (l'« **Option d'Achat** »), aux termes de laquelle chaque Porteur d'Actions Indisponibles s'engage irrévocablement à vendre à l'Initiateur ses Actions Indisponibles à la demande de l'Initiateur à tout moment pendant vingt (20) jours calendaires à compter de la date d'envoi d'une notification informant chaque Porteur d'Actions Indisponibles de la date de disponibilité des Actions Indisponibles concernées (étant précisé que cette notification devra être envoyée au plus tard cinq (5) jours ouvrés à compter de la date de disponibilité des Actions Indisponibles concernées) (la « **Période d'Option d'Achat** ») et, en l'absence d'exercice de l'Option d'Achat pendant la Période d'Option d'Achat, les Porteurs d'Actions Indisponibles disposeront d'une option de vente à l'encontre de l'Initiateur, aux termes de laquelle l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès du porteur ses Actions Indisponibles, à tout moment pendant une période de soixante (60) jours calendaires à compter du premier jour ouvré suivant l'expiration de la Période d'Option d'Achat (l'« **Option de Vente** », et ensemble avec l'Option d'Achat, les « **Options** »).

Un « Cas de Défaut de Liquidité » désigne :

- la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire par l'Initiateur, ou
- le cas où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital ou des droits de vote de la Société et que l'Initiateur n'a pas demandé à l'AMF la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire ; ou
- le cas où le volume moyen des actions de la Société échangé chaque jour au cours des vingt (20) dernières séances de bourse est inférieur à 0,055% du capital social de la Société, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

Conformément aux stipulations du Contrat de Liquidité conclu par M. Xavier Barbaro (ainsi que Cartusia, Equinox, Kampen, Hilaris et Palancia), les Options portant sur ses Actions XB Indisponibles, ses Actions Gratuites Indisponibles et ses Actions Indisponibles des Dirigeants ne sont pas subordonnées à la survenance d'un Cas de Défaut de Liquidité et pourront être exercées dès la date de disponibilité de chaque catégorie d'Actions Indisponibles (sur la base d'un prix d'exercice identique pour tous les bénéficiaires d'Actions Indisponibles tel que décrit ci-après).

S'agissant par ailleurs des Actions Indisponibles des Dirigeants, celles-ci doivent être conservées (et partant, les Options ne pourront être exercées) aussi longtemps que M. Xavier Barbaro et M. Romain Desrousseaux exercent respectivement des fonctions de mandataire social au sein du Groupe et ne peuvent en conséquence pas être apportées à l'Offre ; elles sont donc couvertes par les Contrats de Liquidité conclus respectivement par M. Xavier Barbaro et M. Romain Desrousseaux et les Options pourront être exercées postérieurement à toute cessation de leurs fonctions respectives de mandataire social au sein du Groupe.

En cas d'exercice d'une Option, le prix d'exercice par Action Indisponible sera (i) égal au Prix de l'Offre par Action si l'Option est exercée avant le 31 décembre 2025, ou (ii) égal à la valeur de marché des Actions à la date d'exercice de l'Option telle que déterminée selon les termes et conditions du Contrat de Liquidité si l'Option est exercée après le 31 décembre 2025 (sur la base d'un prix d'exercice identique pour tous les bénéficiaires d'Actions Indisponibles tel que décrit ci-après).

En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les Actions Indisponibles (à l'exception des Actions PEE Indisponibles qui seront visées par le Retrait Obligatoire) qui existent à la date du Retrait Obligatoire et pour lesquelles un Contrat de Liquidité aura été conclu, seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas concernées par le Retrait Obligatoire et le retrait de la cotation.

En cas d'exercice des Options, les porteurs d'Actions Indisponibles ne bénéficieraient d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti. La Note d'Information souligne qu'aucun mécanisme contractuel n'est susceptible (i) d'être analysé comme un complément de prix, (ii) de remettre en cause la pertinence du Prix de l'Offre par Action ou de l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, ou (iii) de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti en faveur des porteurs d'Actions Indisponibles.

Il est en outre prévu que :

- les bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites 2023 et du Plan d'Actions Gratuites 2024 (en ce compris M. Xavier Barbaro) se voient offrir par l'Initiateur la possibilité de bénéficier sous réserve d'un « Cas de Défaut de Liquidité » (ou, s'agissant de M. Xavier Barbaro, sous réserve d'une démission de ses fonctions de président-directeur général de la Société à la suite de la réalisation du Retrait Obligatoire et à hauteur du nombre d'Actions Gratuites 2024 acquises prorata temporis à la date de cessation de ses fonctions), d'un plan de rétention en numéraire en lieu et place de tout ou partie de leurs droits à recevoir ces Actions Gratuites 2023 et ces Actions Gratuites 2024, selon le cas, dans les conditions décrites à la Section 2.8, et
- par exception à ce qui précède, certains Managers du Groupe⁵⁹ (tel que ce terme est défini ci-dessous) (à l'exclusion de M. Xavier Barbaro) détenant des Actions Gratuites Non Accélérées 2023 (tels que ces termes sont définis à la Section 2.8) et des Actions Gratuites 2024, se voient offrir par l'Initiateur la possibilité de bénéficier, sous réserve d'un « Cas de Défaut de Liquidité », d'un nouveau plan de rétention sous la forme d'actions de BRHL Midco (en lieu et place de tout ou partie du plan de rétention en numéraire susmentionné), dans les conditions décrites à la Section 2.8,

étant précisé que les bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites 2023 et du Plan d'Actions Gratuites 2024 pourront choisir de bénéficier du plan de rétention en numéraire ou du plan d'actions de rétention, selon le cas, jusqu'au dixième jour suivant la date de la décision de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre .

7.4 Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits dans la présente Section 7 (*Accords des accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*), il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

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

8.1 Structure du capital social et actionnariat

8.1.1 Capital social de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, la Société a un capital social de 305.697.548 euros, divisé en 152.848.774 Actions d'une valeur nominale de 2,00 euros chacune.

8.1.2 Structure de l'actionnariat de la Société

(a) *Capital social et droits de vote de la société avant l'Acquisition de Bloc*

À la Date d'Annonce, le capital social et les droits de vote de la Société étaient les suivants :

⁵⁹ En ce compris M. Romain Desrousseaux.

Actionnaires	Nombre d'Actions	Pourcentage des Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage des droits de vote théoriques détenus
Impala	64.144.529	42,14%	64.144.529	42,14%
Cartusia	1.261.485	0,83%	1.261.485	0,83%
M. Xavier Barbaro et les membres de sa famille (directement ou indirectement)	780.419	0,51%	780.419	0,51%
Total concert⁽¹⁾	66.186.433	43,48%	66.186.433	43,48%
FSP	10.534.226	6,92%	10.534.226	6,92%
FPCI FONDS ETI 2020	6.674.470	4,39%	6.674.470	4,39%
Céleste	3.778.059	2,48%	3.778.059	2,48%
Mosca	835.977	0,55%	835.977	0,55%
Actions auto-détenues	188.338	0,12%	188.338	0,12%
Flottant	64.009.501	42,05%	64.009.501	42,05%
Total	152.207.004	100,00%	152.207.004	100,00%

(1) Le concert résulte d'un accord entre les actionnaires Impala et Cartusia, cette dernière étant un véhicule d'investissement détenu par M. Xavier Barbaro et les membres de sa famille. Le concert a pris fin avec la réalisation de l'acquisition de Block Trade.

Ni l'Initiateur, ni aucune des sociétés qu'il contrôle ou qui le contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, ne détenait directement ou indirectement d'Actions ou d'OCEANES avant l'Acquisition de Bloc.

(b) *Structure de l'actionnariat, du capital et des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse*

A la date de la présente de Note en Réponse, à la suite de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, le capital social et les droits de vote de la Société font l'objet de la répartition suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	Pourcentage des Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage des droits de vote théoriques détenus
Brookfield Renewable Holdings	102.411.101	67,00%	102.411.101	67,00%
Aranda Investissements	14.330	0,009%	14.330	0,009%
Xavier Barbaro et ses holdings ⁶⁰	587.215	0,38%	587.215	0,38%
Romain Desrousseaux et sa holding Planpincieux	452.340	0,30%	452.340	0,30%
Total concert	103.464.986	67,69%	103.464.986	67,69%
FPCI FONDS ETI 2020	6.674.470	4,37%	6.674.470	4,37%
Actions auto-détenues	188.338	0,12%	188.338	0,12%
Flottant	42.520.980	27,82%	42.520.980	27,82%
Total	152.848.774	100%	152.848.774	100%

A la date de la présente Note en Réponse et comme indiqué à la Section 2.7 (*Nombre et nature des Actions visées par l'Offre*), l'Initiateur détient, directement et indirectement, seul et de concert, ou par assimilation, 1.103.895 OCEANES 2020 étant précisé que l'Initiateur ne détient aucune OCEANE 2022.

A la date de la Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions existantes, les actions gratuites décrites à la Section 2.8 (*Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites*), et les OCEANES décrites à la Section 2.10 (*Situation des porteurs d'OCEANES*).

⁶⁰ Cartusia, Equinox, Kampen, Hilaris et Palancia.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote attachés aux actions et au transfert des actions ou clauses de conventions portées à la connaissance de la société en vertu de l'article L. 233-11 du code de commerce français

8.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote attachés aux actions et au transfert des actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuil

L'article 10 des statuts de la Société prévoit que, outre les seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires applicables, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir, directement ou indirectement, plus de 1 % du capital ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils de déclaration prévus par les dispositions légales et réglementaires applicables et jusqu'à 50 % du capital ou des droits de vote, doit informer la Société du nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède, ainsi que des titres donnant accès au capital et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, aux moyens d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social de la Société (direction générale) au plus tard à la clôture du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil.

Transfert d'actions et exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

8.2.2 Clause dans les accords prévoyant des conditions préférentielles pour la vente ou l'achat d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de la société

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société et à l'exception des accords déjà présentée au sein de la présente Note en Réponse, de clause prévoyant des conditions préférentielles de vente ou d'achat d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont la Société a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social est détenu comme indiqué à la Section 8.1 (*Structure du capital et actionnariat*) ci-dessus.

A la date de la présente Note en Réponse, au cours des douze (12) derniers mois, outre les déclarations de franchissement de seuils par l'Initiateur, individuellement et de concert avec Temasek, telles que décrites à la Section 2.3 (*Déclarations de franchissement de seuil et d'intentions*) de la présente Note en Réponse, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants du Règlement Général de l'AMF et de l'article 10 des statuts de la Société :

Date de l'opération sur le marché	Actionnaire	Nature du franchissement de seuil	Nombre d'actions	% du capital
23/01/2025	Caisse des dépôts et consignations	Franchissement à la baisse du seuil de 5% du capital social et des droits de vote	7.614.365	4,98%
08/01/2025	Scotiabank	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	44.429	0,029%
06/01/2025	Nomura International Plc	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.198	0,00%
03/01/2025	BlackRock	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.463.357	2,92%
03/01/2025	Brookfield Renewable Holdings	Franchissement à la hausse du seuil des 2/3 du capital et des droits de vote	102.411.101	67,00%
30/12/2024	BlackRock	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.476.918	2,93%
27/12/2024	BlackRock	Franchissement à la hausse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.598.550	3,01%
27/12/2024	Brookfield Renewable Holdings	Franchissement à la hausse des seuils de 1% (et de tous les multiples de ce seuil jusqu'à 53%),	81.197.100	53,12%

		5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote		
27/12/2024	Impala, Cartusia M. Xavier Barbaro (et les membres de sa famille)	Franchissement à la baisse les seuils de 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10%, et 5% du capital et des droits de vote de la Société (et tout multiple de 1%)	65.945.877	43,14%
24/12/2024	BlackRock	Franchissement à la hausse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.590.050	3,00%
17/12/2024	Scotiabank	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.555.815	1,02%
27/11/2024	Glazer Capital LLC	Franchissement à la hausse du seuil de 2% du capital et des droits de vote	3.058.383	2,0009%
06/11/2024	Millenium International Management LP	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.481.268	0, 969%
06/11/2024	Norges Bank (the Central Bank of Norway)	Franchissement à la hausse du seuil de 2% du capital et des droits de vote	3.229.730	2,11%
21/10/2024	BlackRock	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.467.760	2,92%

18/10/2024	BlackRock	Franchissement à la hausse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	5.032.396	3,29%
11/10/2024	Nomura International LLC	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.541.328	1,008%
08/10/2024	Glazer Capital LLC	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.850.000	1,2103%
20/09/2024	Millenium International Management LP	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.617.664	1,058%
12/08/2024 ⁶¹	Caisse des dépôts et consignations	Franchissement à la hausse du seuil de 5% du capital et des droits de vote	7.961.935	5,20%
29/07/2024 ⁶²	Caisse des dépôts et consignations	Franchissement à la baisse du seuil de 5% du capital et des droits de vote	7.561.935	4,94%
29/07/2024	Caisse des dépôts et consignations (Indirectement – opération de CDC Croissance)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote (par CDC Croissance)	8.170.884	5,34%
17/07/2024	UBS Asset Management	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.573.495	1,03%

⁶¹ Voir la publication AMF n° 224C1453.

⁶² Voir la publication AMF n°224C1383.

12/07/2024	Caisse des dépôts et consignations (Indirectement – opération de CDC Croissance)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote (par CDC Croissance)	8.170.884	5,34%
05/07/2024	AXA Investment Managers SA	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.515.419	1%
02/07/2024	Caisse des dépôts et consignations	Franchissement à la baisse du seuil de 6% du capital et des droits de vote	9.127.354	5,97%
26/06/2024	Norges Bank (the Central Bank of Norway)	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.617.535	1,06%
27/06/2024	La Banque Postale Asset Management	Franchissement à la baisse du seuil de 2% du capital et des droits de vote	3.050.047	2%
21/06/2024	BlackRock	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	3.320.793	2,17%
17/06/2024	La Banque Postale Asset Management	Franchissement à la baisse du seuil de 3% du capital et des droits de vote	4.190.003	2,75%
12/06/2024	La Banque Postale Asset Management	Franchissement à la baisse du seuil de 4% du capital et des droits de vote	5.855.605	3,85%
12/06/2024	UBS Asset Management	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital	1.488.810	0,97%

		et des droits de vote		
05/06/2024	Schroders Plc	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.360.505	0,8939%
28/05/2024	AMUNDI	Franchissement à la hausse du seuil de 2% du capital et des droits de vote	3.106.909	2,04%
09/05/2024	CREDIT AGRICOLE SA (Indirectement – opération de Predica)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote (par Predica)	1.503.480	0,99%
25/04/2024	Caisse des dépôts et consignations (Indirectement – opération de CDC Croissance)	Franchissement à la baisse du seuil de 2% du capital et des droits de vote (par CDC Croissance)	9.705.121	6,37%
18/04/2024	UBS Asset Management	Franchissement à la hausse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.536.132	1,01%
04/04/2024	Norges Bank (the Central Bank of Norway)	Franchissement à la baisse du seuil de 1% du capital et des droits de vote	1.459.494	0,96%

Enfin, depuis le 31 mai 2024, l'AMF a publié plusieurs avis d'achats et de ventes réalisés en période d'offre publique en application de l'article 231-46 du Règlement Général de l'AMF.

8.4 Liste et description des détenteurs de titres de la Société assortis de droits de contrôle spéciaux

Le capital social de la Société est exclusivement composé d'actions, toutes de la même catégorie.

La Société n'a pas émis d'actions de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

L'article 11 des statuts de la Société prévoit toutefois que toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire bénéficient d'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions ordinaires, proportionnellement à la quotité de capital qu'elles représentent. Pour le calcul de cette période de deux ans, il ne sera pas tenu compte de la durée d'inscription au nominatif précédant le 10 mai 2023. L'article 11 des statuts de la Société prévoit en outre que ce droit sera également conféré, dès leur émission, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Les actions nominatives avec droit de vote double converties au porteur ou transférées perdent leur droit de vote double, sauf dans les cas prévus par la loi.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur ne détient aucune action à droit de vote double.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans le système d'actionnariat salarié lorsque les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Comme indiqué à la Section 2.9 de la présente Note en Réponse, certaines Actions sont détenues par des salariés du Groupe dans le cadre d'un Plan d'épargne entreprise (PEE). Toutefois, aucun fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) n'a été mis en place au niveau de la Société.

La situation des détenteurs d'actions PEE est décrite plus en détail à la Section 2.9.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui pourraient entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

À l'exception des accords décrits à la Section 7 (*Clauses des accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*) de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance, à la date de la présente Note en Réponse, d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions ou à l'exercice des droits de vote qui y sont attachés.

8.7 Règles de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration et modifications des statuts de la Société

8.7.1 Règles de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus, étant précisé qu'une personne morale peut être nommée administrateur à condition qu'elle désigne, conformément aux dispositions légales, une personne physique comme son représentant permanent.

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires fixe la durée du mandat des administrateurs à quatre (4) ans, sous réserve des dispositions légales permettant de prolonger la durée du mandat.

Les fonctions de chaque administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. En outre, le conseil d'administration sera renouvelé chaque année par roulement, de telle sorte que ce roulement concerne une partie des membres du conseil d'administration.

Par exception, l'assemblée générale peut, pour établir ou maintenir le roulement visé ci-dessus, nommer un ou plusieurs administrateurs pour une durée différente n'excédant pas quatre (4) ans ou réduire la durée du mandat d'un ou plusieurs administrateurs en fonction à une durée inférieure à quatre (4) ans afin de permettre un renouvellement échelonné du mandat des administrateurs. Le mandat de tout administrateur ainsi nommé, ou dont le mandat a été modifié pour une durée n'excédant pas quatre (4) ans, prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les membres sont nommés et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Ils sont toujours rééligibles, à condition que le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de soixante-dix (70) ans ne soit pas supérieur au tiers des administrateurs en fonction. Dans le cas contraire, le membre le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire annuelle suivant la date de son soixante-dixième anniversaire.

Les membres du conseil d'administration sont indéfiniment rééligibles, sous réserve de l'application des dispositions relatives à la limite d'âge. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire annuelle.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut procéder à des nominations à titre provisoire, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale ordinaire, dans les limites et conditions prévues par la loi. À défaut de ratification, les résolutions adoptées et les actes accomplis antérieurement n'en demeurent pas moins valables.

En cas de vacance par décès, démission ou révocation d'un administrateur, l'administrateur nommé par l'assemblée générale des actionnaires ou par le conseil d'administration en remplacement de cet administrateur ne reste en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Lorsqu'une personne morale révoque son représentant permanent, elle doit notifier par écrit et sans délai à la Société cette révocation et l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès, de démission ou d'incapacité prolongée du représentant permanent.

Si le nombre d'administrateurs devient inférieur à trois (3), les administrateurs restants (ou le commissaire aux comptes ou un mandataire désigné, à la demande de tout intéressé, par le président du tribunal de commerce) doivent convoquer immédiatement une assemblée générale ordinaire des actionnaires afin de nommer un ou plusieurs nouveaux administrateurs pour compléter le conseil d'administration jusqu'au minimum légal.

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, et sous réserve du respect des conditions relatives au cumul des fonctions d'administrateur avec un contrat de travail, le nombre d'administrateurs employés par la Société dans le cadre d'un contrat de travail (à l'exclusion des administrateurs représentant les salariés actionnaires ou tout FCPE détenant des actions de la Société) ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction. Le contrat de travail d'un administrateur avec la Société n'est pas résilié par sa révocation ou par l'expiration de son mandat d'administrateur.

Conformément à l'article 14.2 des statuts de la société, le conseil d'administration élit parmi ses membres un président, qui doit être une personne physique âgée de moins de soixante-dix (70) ans. Le président est toujours rééligible, étant entendu que si le président atteint la limite d'âge de soixante-dix (70) ans en cours de mandat, il est réputé démissionnaire d'office. Toutefois, son mandat se poursuit jusqu'à la prochaine réunion du conseil d'administration, au cours de laquelle son successeur sera nommé.

Le conseil d'administration fixe la durée de ses fonctions de président, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur, et peut le révoquer à tout moment. Le conseil d'administration détermine également le montant, le mode de calcul et le paiement de la rémunération du président, le cas échéant.

Enfin, conformément à l'article 18 des statuts de la Société, le conseil d'administration peut nommer des censeurs, personnes physiques âgées de moins de soixante-dix (70) ans ou personnes morales, pour une durée fixée par le conseil d'administration dans la décision de nomination et qui expire à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat du censeur concerné. Les censeurs sont toujours rééligibles, étant entendu que si un censeur atteint la limite d'âge de soixante-dix (70) ans en cours de mandat, il est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire annuelle qui suit son soixante-dixième anniversaire. Les rémunérations éventuelles des censeurs sont fixées par le conseil d'administration. Le conseil d'administration peut décider de verser aux censeurs une partie de la rémunération annuelle qui lui est allouée par l'assemblée générale et autoriser le remboursement des frais encourus par les censeurs dans l'intérêt de la Société.

8.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts de la Société

Il n'existe pas de dispositions statutaires différentes de celles prévues par les lois et règlements applicables en matière de modification des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires étant ainsi le seul organe compétent pour adopter de telles décisions.

Conformément à l'article 4 des statuts, le siège social de la Société peut être transféré en tout autre lieu sur l'ensemble du territoire français, par décision du conseil d'administration, sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire. En cas de transfert décidé par le conseil d'administration conformément à la loi, le conseil est habilité à modifier les statuts en conséquence.

8.8 Pouvoirs du conseil d'administration, notamment en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à ce qu'elles soient mises en œuvre conformément à son intérêt social, en tenant compte des enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées générales des actionnaires et dans la limite de l'objet social de la Société, le conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration effectue les contrôles et les audits qu'il juge appropriés.

Chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'exercice de ses fonctions et peut obtenir du président ou du directeur général tous les documents nécessaires à l'exercice de ses fonctions.

En outre, le conseil d'administration exerce les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

Le conseil d'administration fixe les limites applicables aux pouvoirs du directeur général, le cas échéant, dans le cadre de son règlement intérieur, en précisant les opérations pour lesquelles l'autorisation du conseil d'administration est requise.

Le conseil d'administration peut conférer à un ou plusieurs de ses membres, ou à des tiers, actionnaires ou non, tous pouvoirs spéciaux pour un ou plusieurs objets déterminés.

Les membres du conseil d'administration sont tenus de ne pas divulguer, même après la cessation de leurs fonctions, les informations dont ils disposent sur la Société et qui, si elles étaient divulguées, seraient susceptibles de porter préjudice aux intérêts de la Société, à l'exception des cas où cette divulgation est requise ou permise par les dispositions légales ou réglementaires en vigueur ou dans l'intérêt public.

Le conseil d'administration peut décider de créer des comités ad hoc, permanents ou non. Le conseil d'administration peut notamment, et sans que cette liste soit exhaustive, décider de la création d'un comité d'audit, d'un comité de rémunération et d'un comité de nomination. Ces comités, dont la composition et les attributions sont déterminées par le conseil d'administration, exercent leurs activités sous la responsabilité du conseil d'administration.

Outre les pouvoirs généraux conférés par la loi et les pouvoirs spécifiques conférés par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration s'est vu confier, à la date de la présente Note en Réponse, les délégations et autorisations suivantes par les assemblées générales des actionnaires :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation de pouvoir ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Limite	La durée	Utilisation
Assemblée générale mixte du 10 mai 2023	Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux du groupe ou de certains d'entre eux (résolution n°16) (A)	2% du capital social de la Société au jour de la décision du conseil d'administration*.	26 mois	Émission de 729 303 actions gratuites le 28 février 2024 et le 14 mars 2024.
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Rachat d'actions de la Société dans le cadre des dispositions de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce (résolution n° 15)	10 % du capital social de la Société depuis le début du programme	18 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Réduction de capital par annulation d'actions auto-détenues (résolution n°16)	10% du capital social de la Société par période de 24 mois	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société et/ou de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription (résolution n°17)	90 millions d'euros (plafond indépendant)	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société et/ou de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par offre au public autre que les offres mentionnées au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier et/ou à l'effet de rémunérer des titres dans le cadre d'une offre publique d'échange (résolution n° 18) (B)	65 millions d'euros*	26 mois	Aucun

Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société et/ou de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par une offre visée au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier (résolution n° 19) (C)	65 millions d'euros*	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, réservée aux salariés du Groupe à l'étranger (résolution n°20) (D)	1 % du capital social de la Société à la date de la décision du conseil d'administration, à déduire du plafond prévu au point (F) ci-dessous*.	18 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (résolution n°21)	Plafond égal à la limite prévue par la réglementation applicable à la date de l'émission (le 14 mai 2024, 15 % de l'émission initiale).	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Emission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société en vue de rémunérer des apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (résolution n° 22) (E)	10% du capital social de la Société à la date de la transaction*.	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres (résolution n° 23)	60 millions d'euros (plafond indépendant)	26 mois	Aucun
Assemblée générale mixte du 14 mai 2024	Augmentation de capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de	2% du capital social de la Société au jour de la décision du conseil d'administration*.	26 mois	Aucun

	souscription, réservée aux adhérents de plans d'épargne (résolution n°24) (F)			
--	---	--	--	--

* Un plafond global de 65 millions d'euros est applicable aux montants visés aux points (A), (B), (C), (D), (E) et (F) ci-dessus, de sorte que (A)+(B)+(C)+(D)+(E)+(F) est limité à 65 millions d'euros.

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

8.9.1 Engagements financiers

Les engagements financiers existants conclus par la Société avant l'Acquisition de Bloc comprennent des clauses de « changement de contrôle » ou des clauses similaires. Un crédit-relais de 600 000 000 euros et un crédit renouvelable de 400 000 000 euros ont été mis à la disposition de la société pour refinancer ces accords de financement.

8.9.2 Les contrats d'émission des OCEANES

Comme indiqué à la Section 2.10.2 de la présente Note en Réponse, la réalisation de l'Acquisition de Bloc a entraîné un « Changement de Contrôle » de la Société selon les termes et conditions des OCEANES.

Conformément aux modalités des OCEANES, en cas de survenance d'un tel Changement de Contrôle, tout porteur d'OCEANES pourra, à son gré, demander à la Société le remboursement anticipé en espèces de la totalité, et non d'une partie seulement, des OCEANES qu'il détient, au pair majoré des intérêts courus depuis (et y compris) la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à (et à l'exclusion de) la date de remboursement optionnel concernée, conformément aux modalités des OCEANES.

Ce remboursement anticipé doit être mis en œuvre par la Société selon les modalités décrites à la Section 2.10.2 de la présente Note en Réponse.

En outre, conformément aux termes et conditions des OCEANES, et si l'Offre est autorisée par l'AMF, l'ouverture de l'Offre donnera lieu à un ajustement du ratio d'attribution d'actions pendant la Période d'Ajustement selon les modalités décrites à la Section 2.10.3 de la présente Note en Réponse.

8.9.3 Contrat de crédit syndiqué

Le contrat de crédit syndiqué conclu par la Société en mars 2020, et qui a été refinancé en février 2024 pour augmenter le montant nominal à 500 millions d'euros, avec une échéance en 2029, comprend une clause de « changement de contrôle ». La Société dispose d'un crédit-relais de 600 000 000 euros et d'un crédit renouvelable de 400 000 000 euros pour refinancer ce contrat de crédit syndiqué. Ce contrat de crédit syndiqué a pris fin lors de la réalisation de l'Acquisition de Bloc.

8.9.4 Autres accords dont la Société a connaissance

À la connaissance de la Société, aucun accord important conclu par la Société autre que ceux mentionnés dans la présente Section ne sera résilié à la suite de l'Offre, qui n'aura par ailleurs pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où, à la date de dépôt de la présente Note en Réponse, cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la suite de l'Acquisition de Bloc.

8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les employés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans motif réel et sérieux, ou si leur emploi prend fin à la suite d'une offre publique.

Le président-directeur général a droit à une indemnité de départ en cas de cessation ou de non-renouvellement de son mandat de directeur général de la Société (à l'exclusion des cas de faute lourde ou grave). Cette indemnité de départ sera d'un montant équivalent à six mois de rémunération (un mois étant défini comme la somme (i) de la moyenne mensuelle des rémunérations fixes versées au cours des douze mois précédant la fin du mandat et (ii) de la moyenne mensuelle des deux derniers montants de rémunération variable versés), étant précisé que le total de l'indemnité de départ et de l'indemnité de non-concurrence ne peut excéder vingt-quatre mois de rémunération totale (rémunération annuelle fixe et variable).

Le versement de l'indemnité de départ sera soumis à la double condition que (x) la somme des résultats nets de Neoen SA et de ses filiales des deux derniers exercices précédant sa révocation ou, le cas échéant, l'expiration de son mandat non renouvelé soit positive et que (y) la réalisation moyenne du critère de rémunération variable du nombre de nouveaux MW attribués pour les deux derniers exercices précédant sa révocation ou, le cas échéant, l'expiration de son mandat non renouvelé soit égale ou supérieure à la moyenne de 50 % des objectifs pour ce même critère et pour lesdits deux exercices.

Il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les employés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans motif réel et sérieux ou si leur emploi prend fin à la suite d'une offre publique.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN APPLICATION DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

En application des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du Règlement Général de l'AMF, Finexsi – Expert & Conseil Financier, représenté par M. Olivier Peronnet et M. Maxime Rogeon, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 12 avril 2024, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, daté du 26 décembre 2024, était inclus dans le Projet de Note en Réponse Initial.

A la suite de la réception par le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier des observations formulées par plusieurs porteurs d'OCEANES 2022, comme exposé en Section 4 ci-dessus, le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier a émis un projet de rapport complété, en date du 27 janvier 2025. Ce projet de rapport complété, ainsi que la note complémentaire à ce rapport complété, est reproduit intégralement ci-dessous et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse :

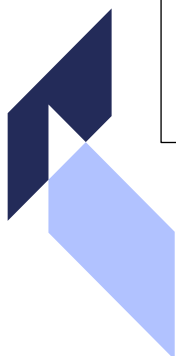
Attestation d'équité

*Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par Brookfield
sur les titres de Neoen SA*

NEOEN

27 janvier 2025

***Rapport complété par rapport à notre précédente
attestation d'équité établie
en date du 26 décembre 2024***



Sommaire

1	Présentation de l'Opération	5
2	Contexte de notre mission	8
2.1	Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier	8
2.2	Déclaration d'indépendance	8
2.3	Diligences effectuées	9
3	Présentation des activités de Neoen	11
3.1	Présentation de la structure actionnariale	11
3.2	Instruments dilutifs	11
3.3	Organigramme de Neoen	13
3.4	Rappel de l'historique	14
3.5	Présentation des activités et de la stratégie de Neoen	15
3.5.1	Présentation des activités	15
3.5.2	Modèle de commercialisation de la Société	17
3.5.3	Présence géographique	18
3.5.4	Présentation de la stratégie de la Société	19
4	Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de Neoen	20
4.1	Le marché des énergies renouvelables dans le monde	20
4.1.1	Taille et croissance attendue du marché des énergies solaires et éoliennes	20
4.1.2	Les spécificités géographiques des principaux marchés du Groupe	21
4.1.3	Le marché du stockage d'énergie	23
4.2	Environnement concurrentiel de la filière européenne et australienne de l'énergie renouvelable	25
4.2.1	Les concurrents de NEOEN au sein de la filière européenne et sur ses principaux marchés internationaux	25
4.2.2	Les déterminants du marché des énergies renouvelables	26
5	Analyse financière de Neoen	27
5.1	Compte de résultat consolidé sur la période 2018-2023	27
5.2	Résultats du premier semestre 2024	30
5.3	Chiffre d'affaires du troisième trimestre 2024	32
5.4	Bilan consolidé sur la période 2018-2023 et S1 2024	33
5.5	Prévisions du Groupe	38
6	Matrice SWOT	39

7	Evaluation des actions de Neoen	40
7.1	Méthodes d'évaluation écartées	40
7.1.1	Actif net comptable consolidé	40
7.1.2	Actif net comptable réévalué	40
7.1.3	Actualisation des dividendes futurs	40
7.1.4	Valeur liquidative	41
7.2	Critères d'évaluation retenus	41
7.3	Données de références de la société Neoen	42
7.3.1	Nombre de titres retenu	42
7.3.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	42
7.4	Mise en œuvre de la valorisation de Neoen	44
7.4.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)	44
7.4.2	L'analyse du cours de bourse (à titre principal)	45
7.4.3	Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	49
7.4.4	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	53
7.4.5	Transactions comparables (à titre secondaire)	56
7.4.6	Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)	59
7.5	Synthèse de nos travaux d'évaluation	62
8	Evaluation des OCEANES émises par la société Neoen	63
8.1	Méthodes d'évaluation retenues	66
8.2	Mise en œuvre de la valorisation des OCEANES 2020 et 2022 de Neoen	66
8.2.1	La valeur contractuelle de conversion ajustée du Prix d'Offre	66
8.2.2	Clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle	68
8.2.3	La référence au cours de bourse des OCEANES	69
8.2.4	La valeur intrinsèque	72
8.3	Synthèse des travaux d'évaluation des OCEANES	79
8.3.1	OCEANES 2020	79
8.3.2	OCEANES 2022	80
9	Analyse des éléments d'appréciation des prix établis par les Etablissements Présentateurs	81
9.1	S'agissant des actions Neoen	81
9.1.1	Choix des critères d'évaluation	81
9.1.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	82
9.1.3	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	82
9.1.4	Analyse du cours de bourse	83

9.1.5	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	83
9.1.6	Méthode des comparables boursiers	84
9.1.7	Méthode des transactions comparables	84
9.1.8	Objectif de cours des analystes	85
9.2	S'agissant des OCEANes 2020 et 2022	86
9.2.1	Choix des critères d'évaluation des OCEANes pour les OCEANes 2020 et 2022	87
9.2.2	Mise en œuvre des différents critères	88
10	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre	90
10.1	Engagement d'apport de Bpifrance	90
10.2	Contrat de liquidité	91
10.3	Plan de rétention en numéraire	92
10.4	Plan d'actions de rétention	93
10.5	Contrat de liquidité Romain DESROUSSEAUX	94
10.6	Contrat de liquidité Xavier BARBARO	95
10.7	Plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier BARBARO	96
10.8	Plan d'Actions Théoriques	97
10.9	Le Pacte d'actionnaires	98
10.10	Réinvestissement de Monsieur Xavier BARBARO et de Monsieur Romain DESROUSSEAUX	99
11	Analyse et appréciation des observations reçues de la part de porteurs d'OCEANes	100
11.1	Courriers reçus en date du 17 octobre et du 16 décembre 2024	100
11.2	Courriers reçus entre le 27 décembre 2024 et le 23 janvier 2025	104
12	Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre	109
13	Annexes	112

Ce rapport intègre des compléments à notre rapport du 26 décembre 2024 afin de corriger une erreur matérielle relative à la détermination de la valeur intrinsèque des OCEANES, de tenir compte du nouveau prix réhaussé pour les OCEANES 2022 et d'analyser les observations reçues depuis de la part de certains porteurs d'OCEANES.

Notre conclusion sur le caractère équitable des prix d'Offres reste inchangée par rapport à notre rapport du 26 décembre 2024.

Dans ce contexte et pour la parfaite information du lecteur, les modifications portent sur des compléments apportés aux sections 1, 8, 9.2, 10.3, 11 et 12.

1 Présentation de l'Opération

Neoen (« Neoen », « la Société » ou « le Groupe ») est un acteur des énergies renouvelables (énergies solaires, éoliennes et de stockage) présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur depuis l'étude des projets jusqu'à l'exploitation des centrales.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 16 octobre 2018.

Le 24 juin 2024, Brookfield Renewable Holdings SAS (« BRH » ou « l'Initiateur »), a conclu un contrat d'acquisition (*Share Purchase Agreement*) avec Impala, le Fonds Stratégique de Participations (géré par ISALT), Cartusia, Monsieur Xavier BARBARO (et sa famille), Céleste Management SA et Mosca Animation Participations et Conseil (ensemble « les Actionnaires Cédants ») portant sur l'acquisition de 53,12 % du capital de Neoen (« le Bloc de Contrôle »), soit 87.197.100 actions au prix de 39,85 € (coupon détaché¹) par action.

Brookfield Renewable Holdings SAS est une entité *ad hoc* constituée pour les besoins de l'acquisition, dont le capital est entièrement détenu directement et indirectement par plusieurs holdings intermédiaires, à savoir BRHL UK Holdings Limited, BRHL UK MidCo Limited (« MidCo »), BRHL UK TopCo Limited (« TopCo ») et BRHL Master UK Holdings Limited (« Holdco »). Brookfield Renewable Holdings SAS est ultimement contrôlée par Brookfield Asset Management, Brookfield Corporation et leurs affiliés respectifs (ci-après ensemble « Brookfield »).

Il est précisé que Temasek détient indirectement² une participation minoritaire dans HoldCo. Brookfield et Temasek ont déclaré agir de concert envers la Société, via l'Initiateur.

En suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur s'est engagé à déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée (« l'Offre », « l'OPAS » ou « l'Opération ») visant :

- Les actions Neoen non détenues au prix de 39,85 € par action (coupon détaché) ;
- Les OCEANE³ vertes 2020 (« OCEANES 2020 ») au prix de 48,14 € par OCEANE ;
- Les OCEANES vertes 2022 (« OCEANES 2022 ») au prix de 105.000⁴ € par OCEANE.

¹ L'Assemblée Générale de la Société a voté le 14 mai 2024 la distribution d'un dividende de 0,15€ par action au titre de l'exercice 2023. Le prix proposé dans le cadre de l'Offre s'entend coupon détaché (de 0,15€ par action Neoen).

² Via sa filiale Rose Investments Pte. Ltd.

³ Obligation à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes.

⁴ Ce prix est coupon attaché. Le prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 € coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 € (voir section 2.8 du projet de note d'information pour plus d'informations concernant les modalités de paiement du prix de l'Offre par OCEANE 2022 dont le détachement du coupon est prévu le 12 mars 2025).

Le 2 janvier 2025, BNP Paribas et Société Générale (« les Etablissements présentateurs »), ont déposé pour le compte de l'Initiateur le projet d'Offre libellé initialement, s'agissant des OCEANES 2022 au prix unitaire de 101.382 € coupon attaché (l'« Offre Initiale ») ainsi qu'un projet de note d'information (le « Projet de Note d'Information Initial ») auprès de l'AMF.

Dans un communiqué de presse du 24 janvier 2025, l'Initiateur a annoncé sa décision de procéder au relèvement du prix de l'Offre des OCEANES 2022 de 101.382 € par OCEANE 2022 (coupon attaché) dans l'Offre Initiale à 105.000,00 € par OCEANE 2022 (coupon attaché). Le prix de l'Offre par action Neoen et le prix de l'Offre par OCEANE 2020 demeurent inchangés.

Selon le projet de note d'information du 27 janvier 2025, cette Offre porte sur :

- Les actions existantes ou à émettre qui ne sont pas détenues directement par l'Initiateur, à savoir :
 - La totalité des actions déjà émises à l'exclusion des Actions Exclues (telles que présentées ci-après), soit un maximum de 49.499.337 actions ;
 - Les actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à l'exclusion des Actions Exclues, au titre des plans d'actions gratuites octroyés par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur un maximum de 267.387 actions ;
 - Les actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre dans le cadre de la conversion des OCEANES 2020 et des OCEANES 2022, soit un maximum respectivement de 3.101.212 et 7.502.772 actions ;
- Soit un nombre maximum d'actions visées par l'Offre de 60.370.708.
- L'ensemble des OCEANES en circulation qui ne sont pas détenues par l'Initiateur soit 2.575.758 OCEANES 2020 et 3.000 OCEANES 2022.

Par ailleurs, l'Offre ne vise pas les Actions Exclues, correspondant :

- Aux actions auto-détenues par la Société, soit 188.338 actions représentant 0,12% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société ;
- Aux actions gratuites indisponibles détenues par les salariés et le management de la Société, qui ne peuvent être apportées à l'Offre, soit un total de 827.345 actions ;
- Aux actions indisponibles des dirigeants c'est-à-dire à la connaissance de l'Initiateur un maximum de 49.388 actions gratuites ;
- Aux actions soumises à une période de conservation détenues par (i) Cartusia soit 403.928 actions et par (ii) Equinox, Kampen, Hilaris et Palancia⁵, soit 141.744 actions⁶ ;
- Aux 154.938 actions détenues par Monsieur Romain DESROUSSEAUX qui seront apportées à BRHL MidCo, dans le cadre de son réinvestissement tel que décrit à la section 10.10.

⁵ Ces entités étant des structures familiales contrôlées par Monsieur Xavier BARBARO.

⁶ Ces actions font l'objet d'une option d'achat au bénéfice de l'Initiateur qui sera exerçable à partir du 16 avril 2025 (les actions devenant disponibles le 15 avril 2025).

L'OPAS sera suivie par la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, visant les actions non apportées à l'Offre, dans le cas où les conditions seraient réunies à l'issue de l'Offre.

Il est précisé que l'Initiateur s'était réservé la faculté, à compter du dépôt du projet d'Offre Initiale auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions ou des OCEANes, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A ce titre, l'Initiateur a acquis sur le marché 21.214.001 actions représentant 13,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société⁷ et 1.103.895 OCEANes 2020, étant précisé que l'Initiateur n'a acquis aucune OCEANes 2022.

⁷ Sur la base du capital social de la Société au 30 novembre 2024, composé de 152.848.774 actions représentant autant de droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (i.e. informations disponibles à la date du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF, soit le 2 janvier 2025).

2 Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire, le Conseil d'administration de Neoen du 12 avril 2024, sur recommandation du Comité *ad hoc*, a désigné le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier (ci-après « Finexsi ») en qualité d'Expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en raison (i) du fait que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I 1°), (ii) de l'existence d'accords entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur de l'Offre (article 261-1 I 2°), (iii) de l'existence d'accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur les prix d'Offres (article 261-1 I 4°), (iv) du fait que l'Offre vise des instruments financiers de catégories différentes (article 261-1 I 5°), et (v) de l'intention de l'Initiateur de demander, si les conditions sont réunies, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire (« RO ») à l'issue de l'Offre (article 261-1 II).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises, par Neoen et ses conseils. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre devait être ouverte aux actionnaires d'autres pays.

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

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

2.3 Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF n°2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de Neoen ;
- L'Analyse des risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de Neoen, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère des actions de la Société comprenant notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la Société, et en particulier des modalités de l'acquisition hors marché, par l'Initiateur, d'un bloc de 81.197.100 actions Neoen (le « Bloc de Contrôle »), annoncé le 24 juin 2024 ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse ;
 - L'analyse détaillée des comptes et de la trajectoire financière de Neoen avec le *Management* opérationnel et ses conseils, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« *Discounted cash flows* » ou « DCF ») ;
 - L'identification et l'analyse des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre Neoen ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère des OCEANes ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement des prix d'Offres par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;

- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre, BNP Paribas et Société Générale (« les Etablissements présentateurs ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément à l'alinéa 4° de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous la forme d'une attestation d'équité à destination du conseil d'administration de Neoen exposant les travaux d'évaluation des actions et des OCEANES de la Société et notre opinion quant au caractère équitable des prix d'Offres.

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

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission. Il n'entre ainsi pas dans la mission de Finexsi de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui lui ont été communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le *Management* de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et la trajectoire financière qui en découle.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se fondent les données prévisionnelles sous-tendant la trajectoire financière de la Société afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs, BNP Paribas et Société Générale, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

Nous avons tenu des réunions périodiques avec le Comité *ad hoc* désigné par le Conseil d'administration pour superviser nos travaux.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

3 Présentation des activités de Neoen

Neoen est une société anonyme à Conseil d'Administration, au capital de 305.697.548 euros divisé en 152.848.774 actions d'une valeur nominale de 2,00 € (au 30 novembre 2024) toutes de même catégorie et intégralement libérées. Son siège social est situé au 22, rue Bayard, à Paris (75008).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 508 320 017.

L'exercice social de la Société couvre la période du 1er janvier au 31 décembre de chaque année.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris sous l'ISIN FR0011675362.

3.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 29 mai 2024, date de l'annonce de l'Offre⁸, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de Neoen se présentait comme suit :

Tableau 1 - Présentation de l'actionnariat de la Société au 29 mai 2024

Actionnaire	Actions		Droits de vote théorique (en %)
	Nombre	%	
Impala	64 144 529	42,14%	42,20%
Cartusia	1 261 485	0,83%	0,83%
Mr. Xavier BARBARO et sa famille	780 419	0,51%	0,51%
FSP	10 534 226	6,92%	6,93%
FCPI Fonds ETI 2020	6 674 470	4,39%	4,39%
Céleste	3 778 059	2,48%	2,49%
Mosca	835 977	0,55%	0,55%
Flottant	64 009 501	42,05%	42,11%
Actions auto-détenues	188 338	0,12%	
Total	152 207 004	100,00%	100,0%

Source : *Projet de note d'information en date du 27 janvier 2025*

Les actions auto-détenues sont privées de droits de vote exerçables en assemblée générale.

3.2 Instruments dilutifs

Plans d'actions gratuites

Neoen a mis en place des plans d'actions gratuites, au titre desquels 1.094.732 actions sont en cours d'acquisition au 30 novembre 2024, dont le détail se présente comme suit :

- 161.971 actions au titre du plan 2022 ;
- 210.833 actions au titre du plan 2023 ;
- 721.928 actions au titre du plan 2024.

⁸ Dernière date à laquelle la répartition de l'actionnariat est disponible.

Ces trois plans sont soumis aux mêmes conditions de performance, à savoir (i) l'atteinte de l'EBITDA cible communiqué par le *Management* aux investisseurs, (ii) l'obtention annuelle d'un nombre prédéfini de MW en phase « *awarded*⁹ » et (iii) l'atteinte d'objectifs de rentabilité actionnariale, appréciés sur la base du taux de rentabilité (*Total Shareholder Return*).

OCEANEs vertes 2020 et 2022

La Société a procédé à une première émission d'obligations convertibles vertes de type OCEANE (Obligations Convertibles En Actions Nouvelles ou Existantes) le 2 juin 2020 avec une maturité de 5 ans, pour un montant total de 170 M€ composé de 3.679.653 obligations d'une valeur nominale de 46,20 €.

La Société a réalisé une seconde émission d'obligations convertibles vertes de type OCEANE le 14 juin 2022 avec une maturité de 5 ans, pour un montant total de 300 M€ composé de 3.000 obligations d'une valeur nominale de 100.000,00 €.

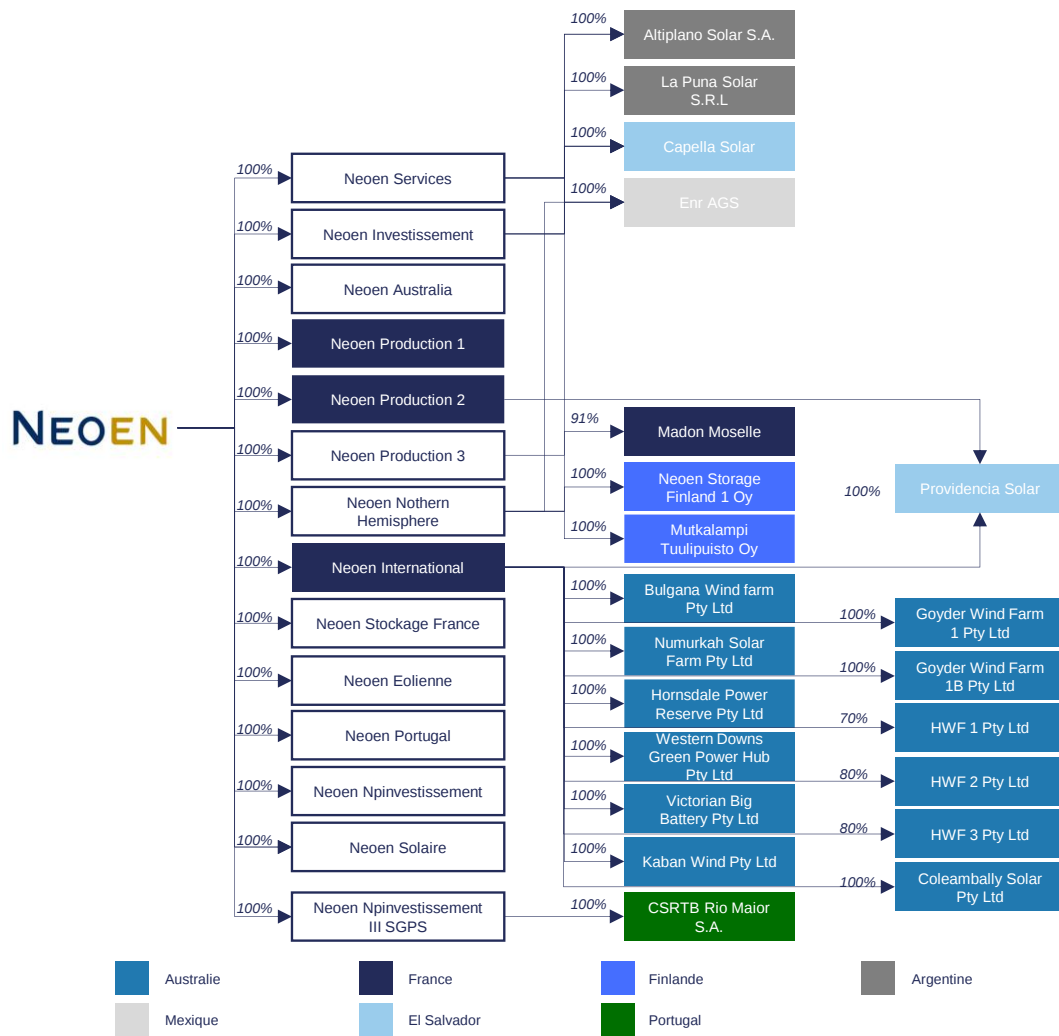
Nous rappelons que ces OCEANEs 2020 et 2022 sont visées par l'Offre.

⁹ Les MW « *awarded* » caractérisent les MW pour lesquels la Société a remporté un appel d'offre ou signé un contrat de vente d'électricité.

3.3 Organigramme de Neoen

L'organigramme juridique simplifié du Groupe au 31 décembre 2023 est présenté ci-après :

Figure 1 - Organigramme de Neoen

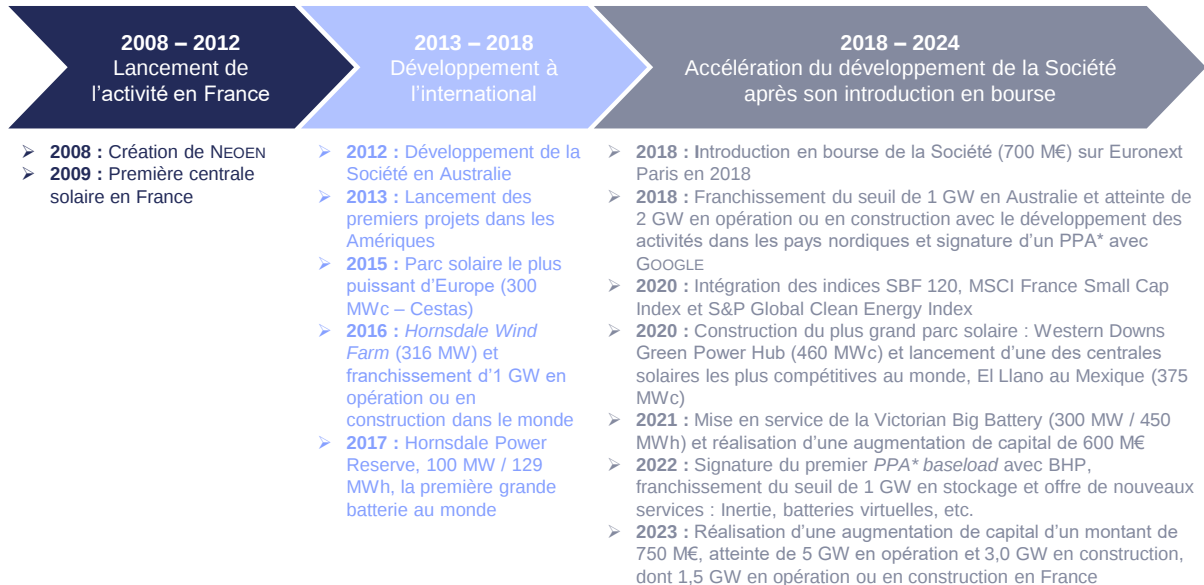


DEU 2023, Société

Sources :

3.4 Rappel de l'historique

Figure 2 - Historique de la Société depuis sa création



*Power Purchase Agreement (« contrat d'achat d'électricité »), ou PPA, est un contrat d'achat d'électricité entre deux parties, à savoir un producteur d'électricité (verte) et un acheteur (consommateur ou négociant) de cette électricité.

Sources : DEU 2023, Société

Neoen a été créée en 2008 par Monsieur Xavier BARBARO, avec le soutien notamment financier de Monsieur Jacques VEYRAT au travers de sa holding d'investissement Impala SAS.

En 2009, la Société exploite sa première centrale solaire en France avant de lancer sa première centrale éolienne en 2010.

En 2016, soit 7 ans après sa première centrale, Neoen franchit l'étape des 1 GW en opération ou en construction.

La Société, en phase de très forte croissance, double sa capacité en opération ou en construction pour atteindre 2 GW moins de 2 ans plus tard, en 2018. À cette même date, la Société réalise l'introduction d'environ 30% de son capital sur Euronext Paris au prix de 16,50 € par action, soit une capitalisation boursière de 1,4 Md€.

En 2021, la Société réalise une augmentation de capital d'environ 600 M€ afin de financer sa croissance au prix de souscription de 28 € par action.

En 2022, la Société atteint 6,6 GW en opération ou en construction dont 3 GW en Australie et 1,5 GW en France. Par ailleurs, la Société s'établit au Canada avec le lancement de la centrale solaire de Fox Coulée (93 MW) et lance en parallèle plusieurs programmes de construction en Suède.

En 2023, la Société réalise une seconde augmentation de capital d'un montant d'environ 750 M€ au prix de souscription de 20,45 € par action, afin de financer sa croissance, et notamment d'accélérer son développement dans le stockage.

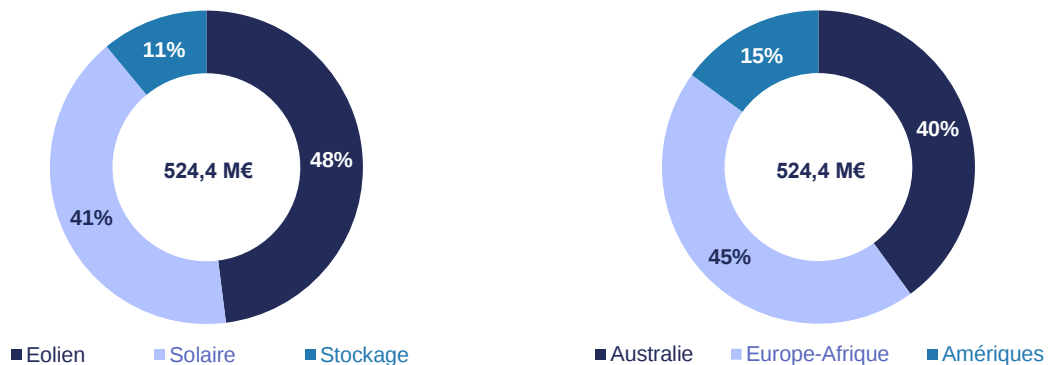
3.5 Présentation des activités et de la stratégie de Neoen

3.5.1 Présentation des activités

Neoen développe ses activités de producteur d'énergies renouvelables essentiellement autour de trois activités, que sont la production d'énergie solaire, éolienne et le développement de solutions de stockage d'énergies.

Au 31 décembre 2023, ses activités se répartissaient de la façon suivante :

Figure 3 - Répartition du chiffre d'affaires par activité et par géographie en 2023



Source : DEU 2023

Neoen se positionne sur l'ensemble de la chaîne de valeur des projets de centrale solaire, éolienne ou de stockage, depuis le choix du site, jusqu'au « *repowering*¹⁰ », le cas échéant en fonction du potentiel des sites, ou au démantèlement et au recyclage. Ce positionnement permet au Groupe de maîtriser toute la création de valeur lors de chaque phase de développement.

L'activité de stockage d'énergies tient une place importante dans la stratégie de Neoen dans la mesure où elle constitue une activité de services différenciante et complémentaire aux activités de production d'énergies éoliennes et solaires.

¹⁰ Le *repowering* désigne le remplacement intégral d'unités de production électrique par de nouvelles unités plus performantes.

Le Groupe suit l'avancement de ses projets selon une nomenclature définie, à mesure qu'ils évoluent depuis leur planification initiale jusqu'à leur date de début des opérations de commercialisation. Les différentes étapes des projets, dans toutes les zones géographiques, pour le solaire l'éolien et le stockage, sont les suivantes :

Tableau 2 - Présentation des phases de développement d'un projet

Projets en phase early stage	Un projet (i) situé sur un terrain pour lequel le propriétaire a confirmé son intention de contracter avec le Groupe, (ii) situé à proximité d'un point de raccordement au réseau électrique, (iii) pour lequel des études techniques ont été initiées mais non finalisées.
Projets en phase advanced development	Projets pour lesquels les éléments suivants ont été réalisés : • immobilier : signature d'une promesse de bail, de vente ou lauréat d'une autorisation d'occupation temporaire sur un terrain appartenant à l'État ; • accès au réseau : raccordement préliminaire au réseau confirmé ; • technique : lancement des études environnementales.
Projets en phase tender-ready	Projets pour lesquels les éléments suivants ont été réalisés : • un permis de construire a été obtenu, une solution de raccordement au réseau a été confirmée et toutes les conditions préalables à la signature d'un contrat de vente d'électricité sont remplies, dans un pays qui : – dispose d'un programme de développement des énergies renouvelables par le biais de procédures d'appel d'offres récurrentes ; ou – présente un marché liquide de contrats de vente d'électricité auprès d'entreprises privées. Les projets en phase advanced development et les projets en phase tender-ready forment l'advanced pipeline. Les projets en phase advanced development qui remportent des procédures d'appel d'offres sont considérés comme des projets en phase awarded et ce, sans avoir été préalablement classifiés en tant que projets en phase tender-ready.
Projets en phase awarded	Le projet a remporté une procédure d'appel d'offres ou a signé un contrat long terme de vente d'électricité. À ce stade, certaines autorisations additionnelles peuvent être requises pour autant que le Groupe les juge secondaires par rapport à l'autorisation obtenue. En fonction de ce qui pourrait être réalisé durant la phase initiale de développement, l'acquisition de droits fonciers et la réalisation d'études supplémentaires peuvent également être en cours. Les discussions avec le prestataire EPC (Engineering, Procurement & Construction), ainsi que les négociations relatives au lancement du projet, sont généralement avancées à ce stade.
Actifs en phase «en construction»	Pour ces actifs, l'instruction de procéder à la construction (notice to proceed) a été notifiée au prestataire EPC. L'actif restera dans cette catégorie jusqu'à son passage en opération conformément aux exigences précisées ci-dessous.
Actifs en phase «en opération»	L'ensemble des équipements d'une centrale photovoltaïque ou éolienne ou d'une installation de stockage est installé et mis en service, ainsi que son raccordement et l'installation est autorisée à opérer à pleine puissance. Les tests de performance et/ou la production de la documentation prévue au contrat EPC peuvent être encore en cours jusqu'à la date de réception provisoire. Les projets en phase awarded, les actifs en construction et les actifs en opération forment le secured portfolio.

Source : DEU 2023

3.5.1.1 Présentation du portefeuille d'actifs

Le tableau ci-dessous présente les informations financières et opérationnelles clés pour les segments solaire, éolien et stockage du Groupe par zone géographique au 31 décembre 2023 :

Tableau 3 - Capacités en opération et en construction

Activité	Zone géographique	# installations en opérations	Capacité en opération (MW)	Disponibilité moyenne en opération	Production en opération (GWh)	# installations en construction	Capacité en construction (MW)
Stockage	Europe-Afrique	4	52	n.a.	n.a.	3	203
	Australie	4	470	n.a.	n.a.	6	844
	Amériques	3	14	n.a.	n.a.	-	-
Solaire	Europe-Afrique	57	925	99,0%	734	28	768
	Australie	6	908	98,1%	1 368	1	440
	Amériques	7	875	85,4%	1 670	1	93
Eolien	Europe-Afrique	48	1 061	92,5%	2 052	6	240
	Australie	5	678	97,3%	1 712	2	412
	Amériques	-	-	n.a.	n.a.	-	-
Total	n.a.	134	4 983	93,40%	7 536	47	3 000

Source : DEU 2023

A fin 2023, la capacité des installations en opération représentait 4.983 MW (dont 2.708 MW pour le solaire et 1.739 MW pour l'éolien) et les capacités en construction 3.000 MW (dont 1.301 MW pour le solaire et 652 MW pour l'éolien).

Tableau 4 - Evolution de la capacité du portefeuille sécurisé et du pipeline entre le 31 décembre 2023 et 30 juin 2024

	31/12/2023	30/06/2024
Actifs en opération (en MW)	4 983	5 163
Actifs en construction (en MW)	3 000	3 204
Projets awarded (en MW)	1 000	1 586
Total des MW du portefeuille sécurisé (en MW)	8 983	9 953
Total des MW de l'advanced pipeline (en MW)	18 644	19 357
Total Portefeuille (en MW)	27 627	29 309

Source : Rapport semestriel 2024

Au 30 juin 2024, le portefeuille sécurisé représentait 9.953 MW, soit une progression de 970 MW par rapport à décembre 2023. En considérant les projets en phase « *d'avanced pipeline* », le portefeuille total du Groupe représentait 29.309 MW.

3.5.2 Modèle de commercialisation de la Société

Dans le cadre de la distribution de l'électricité qu'elle produit, la Société a recours à deux modes de commercialisation que sont la vente via des contrats de PPA et directement sur le marché.

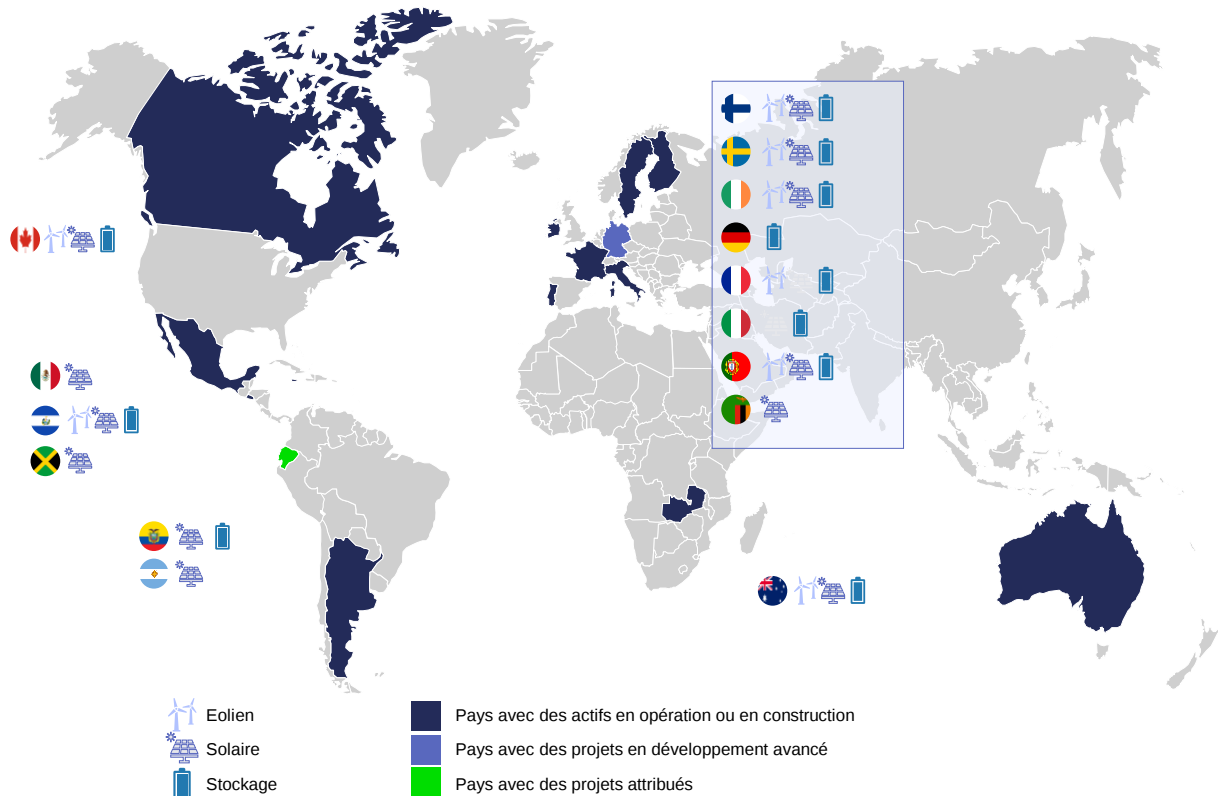
La vente à travers des contrats de PPA consiste à conclure des contrats de vente long terme, sur des durées généralement comprises entre 15 et 20 ans, avec des contreparties privées ou publiques. Les prix sont fixes et permettent de sécuriser des revenus stables à long terme.

La vente d'électricité directement sur le marché consiste à vendre au prix *spot* qui reflète l'équilibre entre l'offre et la demande d'électricité à un moment donné. Ce mode de commercialisation permet de bénéficier de prix de marché supérieurs lorsque les conditions sont favorables, mais représente également un risque en cas d'offre supérieure à la demande, conduisant à des prix de marché inférieurs. Neoen a pour objectif de limiter sa commercialisation directe sur le marché à 20% de sa capacité installée hors stockage.

3.5.3 Présence géographique

La Société est présente dans plus de 15 pays à travers 4 continents, tel que présenté ci-après :

Figure 4 - Présentation de l'empreinte géographique de Neoen



Source : DEU 2023

La Société réalise 40% de son chiffre d'affaires en Australie, 45% en zone Europe-Afrique et 15% en Amériques. En France, le Groupe compte 37 parcs éoliens, 70 parcs solaires et 3 parcs de stockage qui représentent 1.615 MW en opération ou en construction au 31 décembre 2023.

3.5.4 Présentation de la stratégie de la Société

La stratégie de développement de la Société repose sur plusieurs piliers qui s'inscrivent dans la continuité de ses réalisations des dernières années :

- Devenir un *leader* de la production d'énergies renouvelables dans les pays au sein desquels la Société est déjà implantée afin de capitaliser sur ses ressources et sur sa courbe d'expérience ;
- Renforcer son statut de spécialiste des énergies renouvelables en accélérant ses investissements dans le stockage afin de favoriser l'intégration des centrales solaires et éoliennes dans le réseau d'électricité (cf. §4.1.3) ;
- Poursuivre la diversification de son portefeuille clients pour la vente de l'énergie produite en privilégiant les contrats de PPA à moyen et long terme afin de sécuriser ses revenus, tout en conservant une part de ses revenus (dans la limite de 20% de sa capacité installée) exposée au prix du marché ;
- Assurer une croissance principalement organique permettant de maîtriser la création de valeur à chaque étape du développement des projets, en conservant la possibilité de saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe à forte valeur ajoutée pour le Groupe (acquisition d'actifs présentant de plus fortes rentabilités que la moyenne du portefeuille) ;
- Poursuivre son activité de « *Farm-down*¹¹ » dans la limite de 20% du volume des projets remportés chaque année afin de renforcer la capacité financière du Groupe ;
- Financer sa croissance principalement par endettement au niveau des projets avec une dette majoritairement sans recours, de moyen-long terme, à taux fixe et dans les mêmes devises que les revenus des projets afin d'éviter les expositions au risque de change.

¹¹ Les projets de *Farm-down* sont des projets de cessions de centrales éoliennes et/ou solaires. Ces cessions ont pour but d'augmenter les capacités d'investissement du Groupe, lui permettant de se positionner sur de nouveaux projets à plus forte valeur ajoutée.

4 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de Neoen

Nous présentons ci-après l'environnement économique et concurrentiel de Neoen sur ses principaux marchés, à savoir l'activité de production d'électricité des énergies renouvelables (solaires et éoliennes), en France, en Europe et en Australie.

Les informations présentées dans cette section sont principalement issues des DEU de la Société, de rapports de l'AIE et l'AIE-PVPS, d'études McKinsey, des derniers rapports¹² du Ministère de la transition énergétique en France, du *Global Wind Report* et du *Wind Energy Europe*.

4.1 Le marché des énergies renouvelables dans le monde

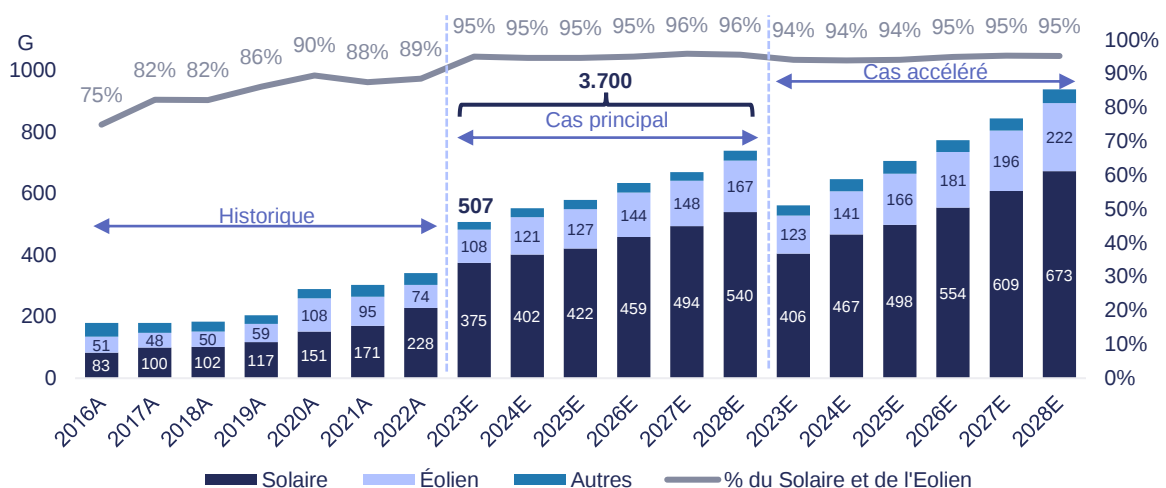
4.1.1 Taille et croissance attendue du marché des énergies solaires et éoliennes

Au niveau mondial, les capacités des énergies renouvelables ont connu une forte croissance en 2023 estimée à +507 GW, soit une augmentation de près de 50% par rapport à l'évolution observée en 2022.

Cette même année, l'énergie solaire a atteint une capacité installée de 1 600 GW dans le monde selon l'AIE-PVPS¹³, et l'énergie éolienne une capacité de plus de 1 000 GW selon le *Global Wind Report 2024*.

La part de ces deux énergies dans le mix énergétique renouvelable devrait rester stable et leur croissance se poursuivre à un rythme soutenu selon l'AIE, qui prévoit une hausse cumulée des capacités d'énergies renouvelables de l'ordre de 3.700 GW sur la période 2023A - 2028E.

Figure 5 - Prévisions de croissance annuelle des énergies renouvelables 2016A - 2028E



Source : AIE Renouvelables 2023

¹² Chiffre clés des énergies renouvelables.

¹³ Agence Internationale de l'Énergie - Photovoltaic Power Systems Programme.

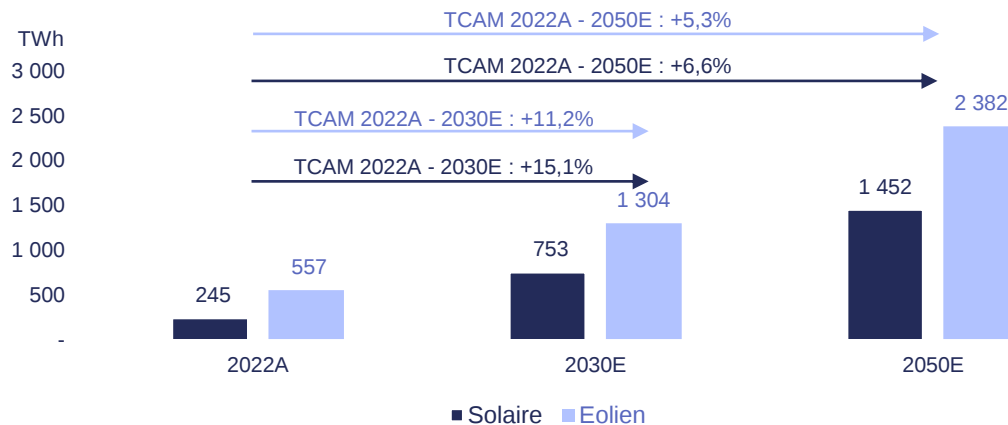
4.1.2 Les spécificités géographiques des principaux marchés du Groupe

Nous présentons ci-après les principaux marchés du Groupe en termes d'activités, à savoir les marchés européen, français et australien.

4.1.2.1 Le marché européen des énergies renouvelables

En Europe, la capacité d'énergies solaires et éoliennes devrait plus que doubler entre 2022 et 2030E, avec une hausse attendue de 1.255 GW sur cette période.

**Figure 6 - Évolution de la production d'énergies solaires et éoliennes en Europe (y compris la France)
2022 - 2050E**



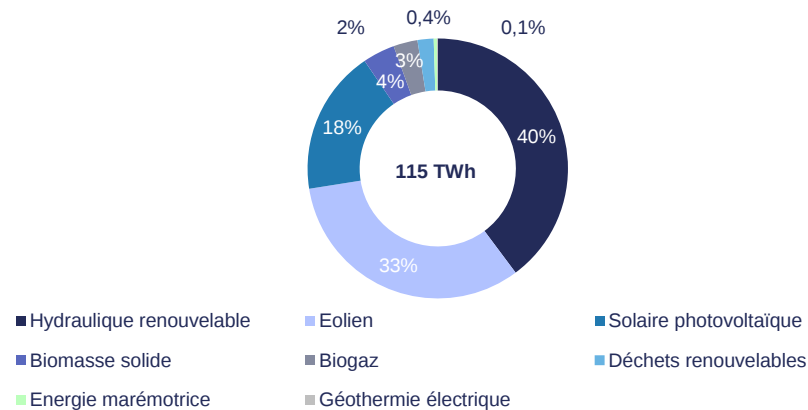
Sources : World Energy Outlook 2023, AIE

En Europe, les politiques publiques, au travers des projets subventionnés qui feront l'objet d'appels d'offres, jouent un rôle clé pour atteindre les objectifs à long terme et maintenir l'attractivité du marché. Les projets non subventionnés s'appuient davantage sur des contrats bilatéraux entre producteurs d'électricité indépendants et consommateurs.

4.1.2.2 Le marché français des énergies renouvelables

En France, selon le ministère de la transition énergétique, 14% de la consommation d'énergies primaires en 2022 provenaient de sources renouvelables dont la production se répartit comme suit :

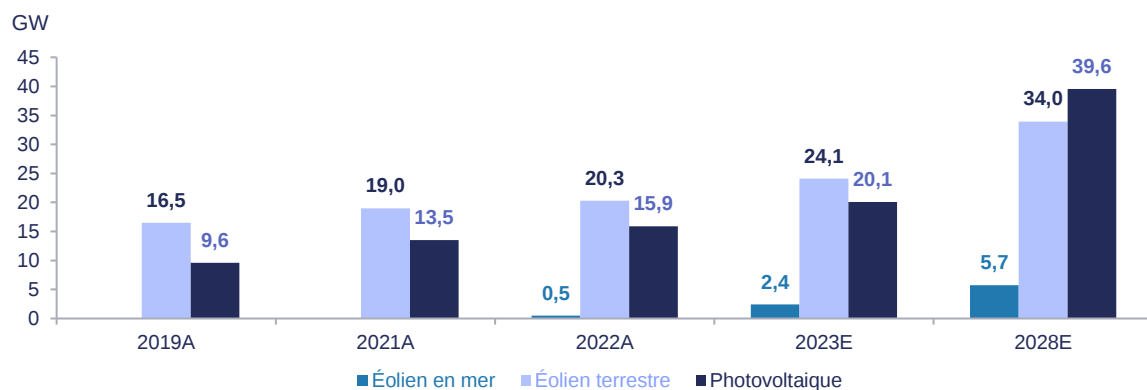
Figure 7 - Répartition de la production brute d'énergies renouvelables en France en 2022



Source : Ministère de la transition énergétique

La contribution des énergies éoliennes et solaires a augmenté de manière continue depuis 2019, et les capacités devraient atteindre 39,7 GW pour l'éolien (terrestre et en mer) et 39,6 GW pour le solaire d'ici 2028.

Figure 8 - Evolution des capacités d'énergies solaires et éoliennes en France 2019A - 2028E



Source : Ministère de la transition énergétique

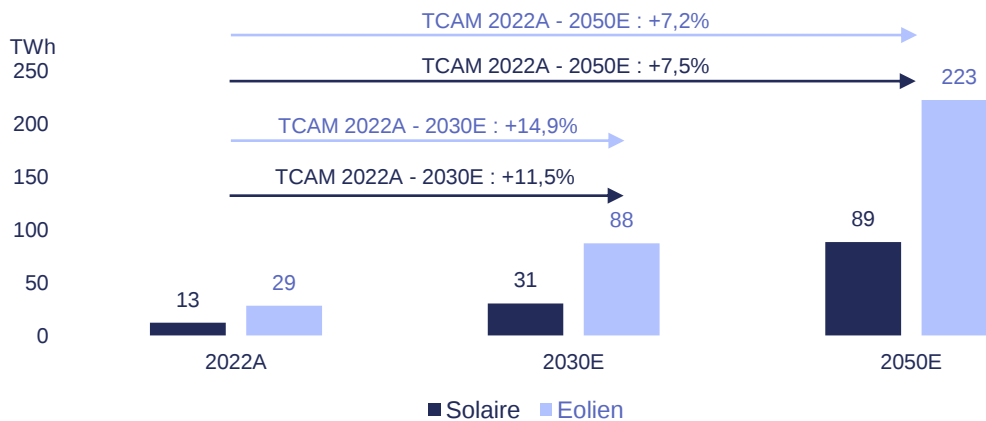
4.1.2.3 Le marché australien des énergies renouvelables

En Australie, les capacités d'énergies renouvelables ont augmenté en 2023 de +6,0 GW, dont 4 GW concernant le solaire et 1,5 GW pour l'éolien. Par ailleurs, des projets de batteries stationnaires ont permis d'augmenter la capacité de stockage global à 1,5 GW.

Cette même année, la part des énergies renouvelables dans la production électrique australienne a atteint 35%, dont 15% pour le solaire et 12 % pour l'éolien. Dans la région de l'Australie du Sud, la part des énergies renouvelables a même atteint 75% de la production d'énergie électrique.

En Australie, la majeure partie des installations électriques devant être développées dans les années à venir seront issues de sources renouvelables, et l'AIE estime que les énergies renouvelables représenteront 43 % de la production électrique du pays d'ici 2026.

Figure 9 - Évolution de la production d'énergies solaires et éoliennes en Australie 2022A - 2050E

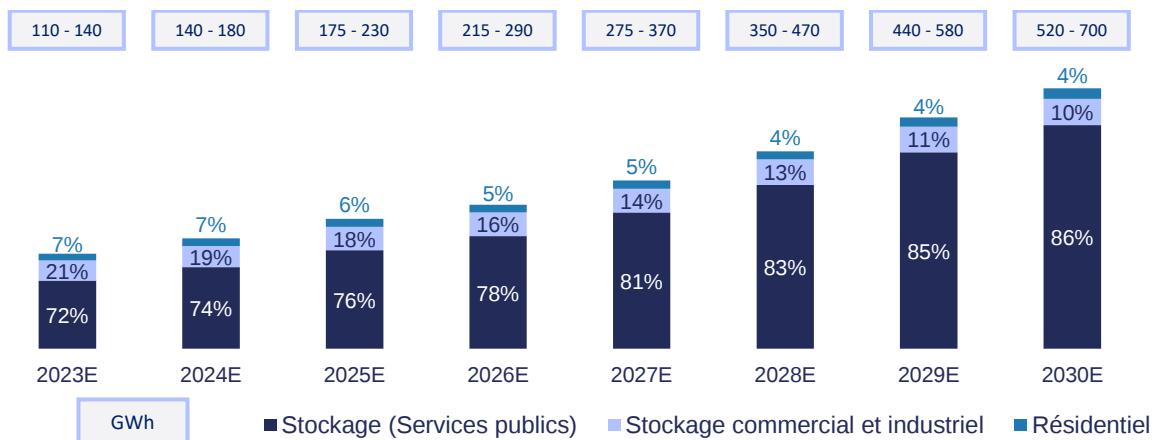


Sources : World Energy Outlook 2023, AIE & étude Baringa Australia NEM Reference Case projections & Australian Government

4.1.3 Le marché du stockage d'énergie

D'après McKinsey¹⁴, la taille du marché du stockage d'énergie dans le monde représentait entre 110 et 140 GWh en 2023 et devrait atteindre entre 520 GWh et 700 GWh en 2030E.

Figure 10 - Taille du marché du stockage d'énergie en GWh et par segmentation 2023E - 2030E



Source : McKinsey, Enabling renewable energy with battery energy storage systems

¹⁴ Article du 2 août 2023 : [Enabling renewable energy with battery energy storage systems | McKinsey](#).

Selon une étude de Deloitte¹⁵, le marché du stockage d'énergie devrait être principalement favorisé par :

- L'amélioration des coûts et des performances des batteries lithium-ion portés par l'essor des véhicules électriques et des économies d'échelle qui en découlent ;
- La modernisation des réseaux de distribution, avec notamment une évolution vers des réseaux intelligents, qui permettra d'augmenter les performances des sources d'énergies renouvelables ;
- La croissance des énergies renouvelables qui devrait renforcer les besoins de stockage d'énergie pour améliorer les performances des actifs en exploitation ;
- Le besoin de réguler le marché de gros de l'électricité en fournissant notamment de nouveaux services (par exemple les *Virtual Battery*¹⁶) ;
- Le support de certains gouvernements avec des incitations financières pour installer des solutions de stockage d'énergie.

L'augmentation des capacités de stockage est une condition essentielle à la progression de la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique, qui permettra notamment de résoudre en partie les problèmes d'intégration réseau, en particulier dans les pays où la part d'énergie renouvelable est déjà élevée.

En l'état, deux technologies complémentaires de stockage sont identifiées :

- Les batteries stationnaires avec une capacité de stockage comprise entre 1 à 4 heures ;
- Les centrales hydro-électriques à pompage avec une capacité de stockage comprise entre 4 et 15 heures selon la taille du réservoir.

L'augmentation du soutien financier pour l'installation de batteries stationnaires, combinée à la baisse de leurs coûts de production, a permis de soutenir les investissements dans les énergies renouvelables en Europe, aux États-Unis et en Australie. En conséquence, l'AIE prévoit le déploiement de 400 GW de capacités de batteries stationnaires entre 2023 et 2028.

En revanche, les capacités de stockage longue durée font face à un certain nombre de problématiques techniques comme des délais importants de développement, le manque d'incitation des politiques ainsi que l'incompatibilité de certaines contraintes de marché (par exemple l'absence de contrats de PPA). Ce système de stockage apparaît pourtant essentiel dans certains pays où la part des énergies renouvelables devrait être supérieure à 50% en 2028E.

¹⁵ *Supercharged: Challenged and opportunities in global storage market*, 2018.

¹⁶ Il s'agit d'une batterie qui n'existe pas physiquement et dont le fonctionnement consiste à enregistrer le passage de l'énergie excédentaire (l'énergie stockée) dans le réseau grâce à un compteur intelligent avant qu'elle soit consommée par les utilisateurs au moment où elle est livrée sur le marché.

4.2 Environnement concurrentiel de la filière européenne et australienne de l'énergie renouvelable

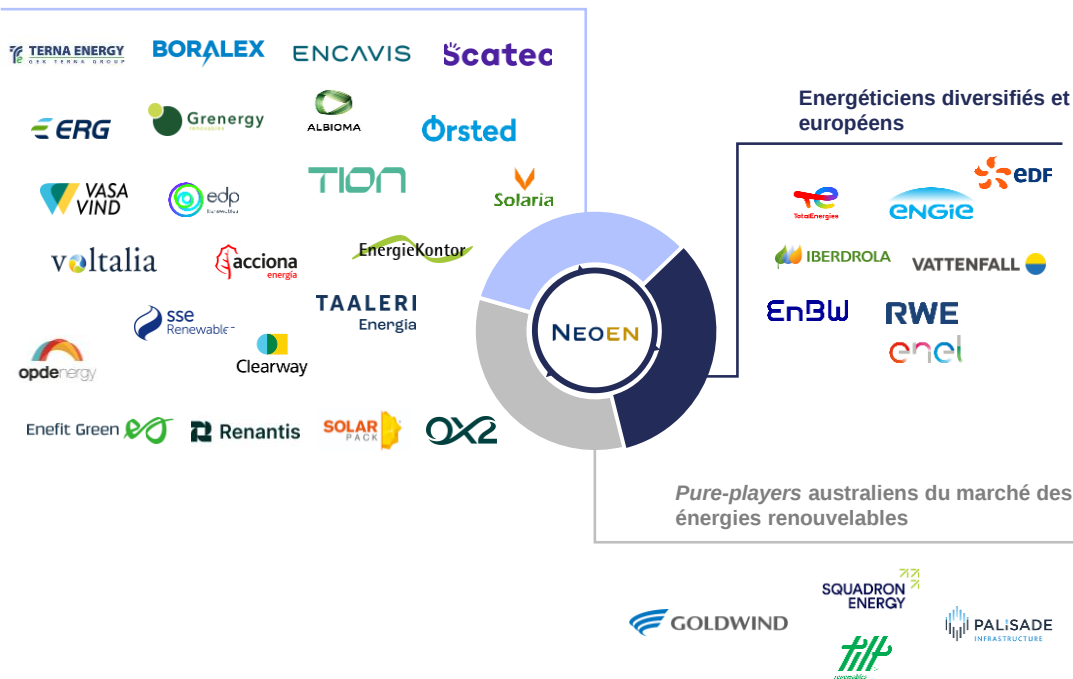
4.2.1 Les concurrents de NEOEN au sein de la filière européenne et sur ses principaux marchés internationaux

Nous présentons ci-après les principaux concurrents de Neoen en Europe et en Australie. On peut distinguer deux principales catégories de concurrents :

- Les *pure-players*, spécialisés dans la production d'énergies renouvelables principalement éolienne ou solaire ;
- Les groupes énergétiques diversifiés, présents dans les énergies renouvelables, mais également dans les énergies fossiles ou nucléaires, qui représentent les principaux producteurs d'énergies. La part des énergies renouvelables dans leur mix de production tend à croître au fil des années.

Figure 11 - Principaux concurrents de Neoen sur ses marchés

Pure-players du marché des énergies renouvelables



Sources : DEU 2023, analyses Finexsi

4.2.2 Les déterminants du marché des énergies renouvelables

4.2.2.1 Les déterminants politiques

Le cadre politique constitue un élément essentiel dans l'attraction des investissements et le déploiement efficace des projets à l'échelle locale. Selon l'AIE, 87% de la croissance de la capacité de production entre 2023 et 2028 proviendront des politiques d'accompagnement mises en place. Ces politiques se traduisent par des interventions des autorités gouvernementales, qui influencent à la fois les prix et les coûts associés au déploiement des énergies renouvelables.

4.2.2.2 Les déterminants économiques

La compétitivité de l'éolien terrestre et du photovoltaïque devrait continuer de s'améliorer dans les années à venir. En 2022, environ 96% des centrales solaires et éoliennes terrestres nouvellement installées ont affiché un coût de production inférieur à celui des centrales à charbon et à gaz naturel. D'ici 2028, le coût de production des énergies renouvelables, en particulier celui des panneaux solaires, devrait poursuivre sa baisse. En Chine, par exemple, le coût de production des panneaux solaires a déjà diminué de plus de 40% au deuxième trimestre 2023 par rapport à 2022, avec des perspectives de réduction supplémentaire.

En revanche, le coût de l'éolien terrestre pourrait rester élevé à court terme, avec une possible augmentation de 10% à 15% en raison de difficultés d'approvisionnement et de la fragilité financière de certains fabricants occidentaux.

4.2.2.3 Les déterminants environnementaux

L'objectif « Net Zéro Emission by 2050 » contribue fortement au développement des énergies renouvelables, puisque les seuils de contribution fixés pour atteindre ces objectifs reposent largement sur le développement des énergies renouvelables, principalement solaires et éoliennes. D'ici 2029-2030, une augmentation de 35 % de la production photovoltaïque et un doublement de la capacité de production éolienne seront indispensables pour respecter les jalons fixés en vue de l'échéance de 2050.

5 Analyse financière de Neoen

Les comptes consolidés du Groupe présentés ci-après ont été établis conformément aux normes IFRS¹⁷ telles que publiées par l'IASB¹⁸ et adoptées par l'Union Européenne. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de Neoen¹⁹.

5.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2018-2023

Le compte de résultat consolidé du Groupe Neoen est présenté ci-après :

Tableau 5 - Compte de résultat consolidé sur la période 2018 - 2023 (en M€)

En M€ - sur 12 mois au 31 décembre	2018*	2019	2020	2021	2022	2023
Ventes d'énergies sous contrat	173,9	214,7	235,1	249,3	309,2	382,7
Ventes d'énergies sur le marché	27,8	32,7	58,7	74,7	171,5	119,4
Autres produits	5,3	5,9	5,0	9,6	22,5	22,3
Chiffre d'affaires	207,0	253,2	298,8	333,6	503,2	524,4
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n.a.</i>	<i>22,3 %</i>	<i>18,0 %</i>	<i>11,6 %</i>	<i>50,8 %</i>	<i>4,2 %</i>
Achats de marchandises et variation de stocks	(0,4)	(0,7)	2,9	2,5	(2,2)	(4,9)
Charges externes et de personnel	(46,2)	(59,1)	(73,9)	(86,0)	(135,3)	(147,4)
Impôts, taxes et versements assimilés	(4,6)	(5,4)	(7,7)	(7,5)	(10,0)	(13,7)
Autres produits et charges opérationnels courants	10,0	27,6	49,6	54,4	56,8	200,8
Quote-part du résultat net des entreprises associées	0,8	0,7	0,7	0,3	0,5	-
Amortissements opérationnels courants	(60,5)	(80,2)	(109,8)	(107,6)	(151,0)	(176,0)
Résultat opérationnel courant	106,0	135,9	160,5	189,6	262,1	383,3
<i>(en % du CA)</i>	<i>51,2%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,7%</i>	<i>56,8%</i>	<i>52,1%</i>	<i>73,1%</i>
Autres produits et charges opérationnels non courants	(7,6)	(5,5)	(4,0)	(8,0)	(3,8)	(8,5)
Dépréciations d'actifs non courants	1,5	1,5	(14,1)	(10,4)	(27,3)	(10,5)
Résultat opérationnel	99,9	131,9	142,4	171,2	231,0	364,3
<i>Coût de l'endettement financier</i>	<i>(62,4)</i>	<i>(79,0)</i>	<i>(101,8)</i>	<i>(106,5)</i>	<i>(135,6)</i>	<i>(155,9)</i>
<i>Autres produits et charges financiers</i>	<i>(7,4)</i>	<i>(8,0)</i>	<i>(15,9)</i>	<i>(11,2)</i>	<i>(17,1)</i>	<i>3,1</i>
Résultat financier	(69,8)	(87,0)	(117,7)	(117,7)	(152,7)	(152,7)
Résultat avant impôts	30,1	44,9	24,8	53,5	78,3	211,6
Impôts sur les résultats	(15,8)	(23,7)	(21,4)	(13,3)	(32,6)	(64,2)
Résultat net des activités non poursuivies	(0,8)	15,8	-	-	-	-
Résultat net de l'ensemble consolidé	13,5	37,0	3,3	40,2	45,7	147,4
<i>(en % du CA)</i>	<i>6,5 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>1,1 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>9,1 %</i>	<i>28,1 %</i>
<i>dont part du Groupe</i>	<i>12,4</i>	<i>36,0</i>	<i>3,9</i>	<i>41,0</i>	<i>45,2</i>	<i>150,2</i>
<i>dont part des participations ne donnant pas le contrôle</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>(0,5)</i>	<i>(0,8)</i>	<i>0,5</i>	<i>(2,8)</i>

*Il est à noter que les données de l'exercice clos le 31 décembre 2018 ont été retraitées de la cession de l'activité de biomasse du Groupe en septembre 2019.

Sources : DEU 2018 à 2023

¹⁷ International Financial Reporting Standards.

¹⁸ International Accounting Standards Board.

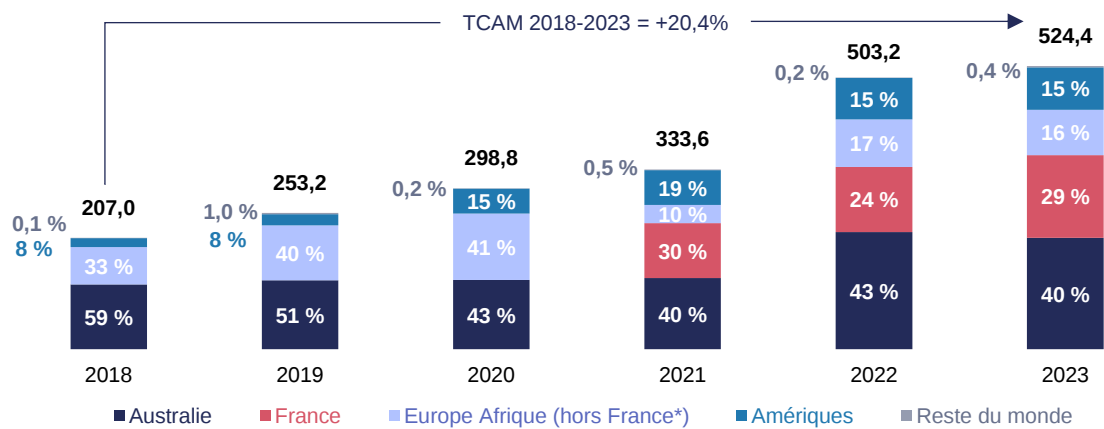
¹⁹ RSM Paris et Deloitte & Associés.

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du Groupe est principalement généré (i) par la vente d'électricité produite par les centrales éoliennes et photovoltaïques, (ii) par la vente d'électricité et de services produits par les unités de stockage²⁰, (iii) par la vente de certificats verts²¹ proportionnels à la production, et (iv) par d'autres prestations de supervision administrative.

Le chiffre d'affaires de Neoen est principalement réalisé en Australie, en France et en Europe (hors France).

Figure 12 - Evolution du chiffre d'affaires du Groupe par zone géographique (en M€)



Sources : DEU 2018 à 2023

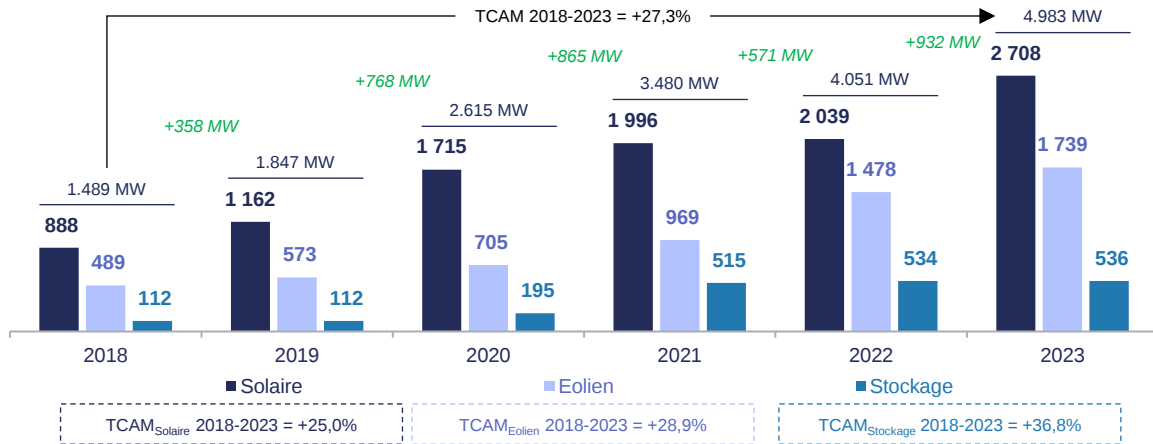
Le chiffre d'affaires de la Société est en croissance continue depuis 2018 avec une hausse annuelle moyenne de +20,4% sur la période analysée. Au 31 décembre 2023, il s'établit à 524,4 M€ et provient essentiellement de la vente d'énergie sous contrats, appelés *Power Purchase Agreement* (PPA).

Cette croissance soutenue traduit le développement des capacités de production et de stockage du Groupe.

²⁰ Service de régulation de fréquence, d'inertie ou de réserve de capacité de déplacement d'énergie (*Load shifting*) ou arbitrage.

²¹ Les certificats verts sont octroyés par l'autorité publique à un producteur d'électricité qui atteste la production effective d'une certaine quantité d'électricité à partir d'énergies renouvelables reconnues. Ces derniers peuvent être librement cédés ou vendus, par exemple à des fournisseurs d'électricité obligés d'en détenir en proportion de leurs ventes d'électricité « verte » à leurs clients.

Figure 13 - Evolution de la capacité en opération de Neoen depuis 2018 (en MW)



Sources : DEU 2018 à 2023, analyses Finexsi

EBITDA ajusté

L'EBITDA ajusté est un agrégat utilisé par le Groupe pour le suivi de la performance opérationnelle. La notion d'EBITDA ajusté correspond au résultat opérationnel courant retraité (i) des dotations aux amortissements opérationnels courants, (ii) de la charge de personnel résultant de la norme IFRS2 (« paiement fondé sur des actions »), et (iii) des variations de juste valeur des instruments financiers dérivés énergie enregistrées en autres produits et charges opérationnels courants.

Nous présentons ci-dessous le tableau de passage du résultat opérationnel courant à l'EBITDA ajusté du Groupe :

Tableau 6 - Passage du résultat opérationnel courant à l'EBITDA ajusté du Groupe

En M€ - sur 12 mois au 31 décembre	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Résultat opérationnel courant	106,0	135,9	160,5	189,6	262,1	383,3
(en % du CA)	51,2%	53,7%	53,7%	56,8%	52,1%	73,1%
Amortissements opérationnels courants	60,5	80,2	109,8	107,6	151,0	176,0
Charge IFRS 2	2,5	3,8	1,8	3,2	3,8	4,2
Var. de la juste valeur des instruments financiers dérivés énergie	-	-	-	-	(2,8)	(88,6)
EBITDA ajusté	169,0	219,9	272,1	300,4	414,0	474,8
Marge d'EBITDA ajusté (en % du chiffre d'affaires)	81,6 %	86,8 %	91,1 %	90,0 %	82,3 %	90,5 %

Sources : DEU 2018 à 2023

En 2023, le taux de marge d'EBITDA ajusté s'est établi à 90,5% et est supérieur à celui observé en 2022.

Les principales charges opérationnelles du Groupe correspondent à des coûts de maintenance des centrales en exploitation (-49,6 M€ au 31 décembre 2023), des charges externes (-73,0 M€ au 31 décembre 2023) et des charges de personnel (-24,9 M€²² au 31 décembre 2023).

²² Dont 4,2 M€ liés au paiements fondés sur des actions qui sont retraités dans le cadre du calcul de l'EBITDA ajusté.

L'EBITDA ajusté est également impacté par le poste « Autres produits et charges opérationnels courants » qui inclut notamment (i) l'activité de « *Farm-down* » ayant permis au Groupe de générer un produit de 48,6 M€ au 31 décembre 2023, (ii) d'autres produits opérationnels courants (66,3 M€) composés principalement de compensations contractuelles en conséquence de la perte de revenus liée à la mise en service retardée de certaines centrales (pour 54,0 M€ en 2023), et (iii) d'indemnités d'assurance au titre de la perte de ces revenus (6,5 M€).

Résultat financier et résultat net

Le résultat financier de Neoen est principalement composé des charges d'intérêts liés aux emprunts souscrits par le Groupe pour financer le développement de son portefeuille d'actifs.

Le résultat net au 31 décembre 2023 s'établit à 147,4 M€ contre 45,7 M€ en 2022. Cette hausse s'explique principalement par la variation de la juste valeur des instruments financiers dérivés énergies²³ de +88,6 M€ (liés à la diminution des prix de marché à terme de l'électricité en Finlande et en Australie au cours de l'année).

5.2 Résultats du premier semestre 2024

Le Groupe a annoncé ses résultats du premier semestre 2024 le 25 juillet 2024. Nous présentons ci-après l'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé du Groupe au premier semestre 2023 et au premier semestre 2024 :

²³ Instruments de couverture contre les fluctuations des prix de l'énergie concernant les ventes directement réalisées sur le marché.

Tableau 7 - Compte de résultat consolidé du S1 2023 et 2024 du Groupe

En M€ - sur 6 mois au 30 juin	S1 2023	S1 2024
Ventes d'énergies sous contrat	198,9	185,8
Ventes d'énergies sur le marché	68,3	51,3
Autres produits	9,8	18,6
Chiffre d'affaires	277,0	255,7
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n.a.</i>	<i>(7,7)%</i>
Achats de marchandises et variation de stocks	(6,8)	(5,2)
Charges externes et de personnel	(71,7)	(86,9)
Impôts, taxes et versements assimilés	(10,4)	(13,3)
Autres produits et charges opérationnels courants	95,4	84,9
QP du résultat net des entreprises associées et coentreprises	0,3	(0,5)
Amortissements opérationnels courants	(86,5)	(95,1)
Résultat opérationnel courant	197,3	139,6
<i>(en % du CA)</i>	<i>71,2%</i>	<i>54,6%</i>
Autres produits et charges opérationnels non courants	(3,7)	(10,2)
Dépréciations d'actifs non courants	0,5	1,2
Résultat opérationnel	194,1	130,6
<i>Coût de l'endettement financier</i>	<i>(75,5)</i>	<i>(83,0)</i>
<i>Autres produits et charges financiers</i>	<i>(0,8)</i>	<i>(7,1)</i>
Résultat financier	(76,3)	(90,1)
Résultat avant impôts	117,8	40,5
Impôts sur les résultats	(27,1)	(8,4)
Résultat net de l'ensemble consolidé	90,6	32,1
<i>(en % du CA)</i>	<i>32,7 %</i>	<i>12,6 %</i>
<i>dont part du Groupe</i>	<i>92,2</i>	<i>32,7</i>
<i>dont part des participations ne donnant pas le contrôle</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(0,6)</i>

Source : Rapport semestriel 2024

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2024 s'établit à 255,7 M€, en diminution de -7,7% par rapport au 30 juin 2023. Cette baisse résulte notamment d'effets prix défavorables pour -21,7 M€ en lien principalement avec l'entrée progressive de plusieurs centrales (notamment en Finlande et en Australie) dans leurs PPA long-terme qui ne bénéficient plus comme au premier trimestre 2023 d'« *early-generation revenue* ²⁴ ». La baisse du chiffre d'affaires résulte également d'une contribution plus faible des activités de stockage et d'un effet de change défavorable principalement dû au dollar australien.

²⁴ Revenus générés lors de la mise en service d'une installation de production d'énergie avant qu'elle n'atteigne sa pleine capacité ou sa phase d'exploitation commerciale.

L'EBITDA ajusté du Groupe s'établit à 231,9 M€ au premier semestre 2024, en baisse de -8% par rapport au 30 juin 2023. Cette baisse est uniquement attribuable à l'activité éolienne, en lien avec la diminution du chiffre d'affaires des parcs de Mutkalampi et de Kaban, de conditions météorologiques moins favorables en France, et de la hausse des coûts de maintenance de certaines centrales en France et en Australie.

Le résultat financier s'est, quant à lui, dégradé essentiellement en raison des charges d'intérêts qui ont progressé au 1^{er} semestre 2024 en lien avec l'augmentation de l'endettement financier du Groupe. Au 30 juin 2024, le coût de la dette de Neoen s'établit à environ 4,2% (cf. §7.4.3.2).

Le résultat net de l'ensemble consolidé au premier semestre 2024 s'établit à 32,1 M€ contre 90,6 M€ au 30 juin 2023, soit une baisse de 58,5 M€.

5.3 Chiffre d'affaires du troisième trimestre 2024

La Société a publié, le 5 novembre 2024 après bourse, son chiffre d'affaires pour les 9 premiers mois de l'année 2024 à 378,4 M€, en baisse de 5% par rapport à 2023 et en ligne avec les attentes du *Management*. Cette baisse est principalement due à un effet prix tel que décrit ci-avant.

Le portefeuille de projets sécurisé s'établit à 10,4 GW, dont 5,2 GW en opération. La Société a notamment réalisé la mise en opération de 230 MW lors du 3^{ème} trimestre 2024.

5.4 Bilan consolidé sur la période 2018-2023 et S1 2024

Tableau 8 - Bilan consolidé de Neoen 2018 – 2023 et S1 2024 (en M€)

En M€ - au 31 décembre	Post-IFRS16						S1 2024
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Goodwill	-	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Immobilisations incorporelles	121,7	183,3	208,7	269,3	290,5	347,3	411,6
Immobilisations corporelles	1 702,7	2 387,3	2 838,7	3 677,6	4 566,9	5 423,5	6 019,9
<i>dont Droits d'utilisation IFRS 16</i>	<i>95,9</i>	<i>133,1</i>	<i>161,4</i>	<i>210,5</i>	<i>250,9</i>	<i>296,7</i>	<i>357,4</i>
Participations dans les entreprises associées	6,7	6,9	7,3	16,6	24,4	15,6	31,3
Instruments financiers dérivés non courants	5,8	2,0	2,2	30,4	312,9	252,5	301,6
Autres actifs financiers non courants	106,0	125,2	92,1	83,0	99,9	175,0	158,8
Autres actifs non courants	-	-	0,1	11,1	10,7	6,1	3,0
Impôts différés actifs	39,1	55,6	62,2	58,3	56,8	77,9	72,7
Total des actifs non courants	1 982,0	2 761,0	3 212,0	4 147,0	5 362,9	6 298,5	6 999,5
Stocks	0,3	0,7	4,7	8,7	10,6	9,8	8,3
Clients et comptes rattachés	33,8	52,2	73,2	81,6	106,6	115,2	133,0
Autres actifs courants	48,9	111,2	112,3	115,3	108,0	115,9	142,3
Instruments financiers dérivés courants	-	-	-	-	35,9	54,3	52,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	503,8	460,5	374,9	592,6	622,8	773,7	511,8
Total des actifs courants	586,9	624,7	565,1	798,2	883,9	1 068,9	847,6
Actifs destinés à être cédés	-	-	-	-	26,8	34,9	32,9
Total de l'actif	2 568,9	3 385,7	3 777,1	4 945,1	6 273,5	7 402,3	7 880,1
Capital	169,9	170,2	171,1	214,1	229,3	304,2	305,7
Primes	500,8	501,0	502,3	1 053,4	1 247,4	1 933,0	1 949,2
Réserves	(35,2)	(42,4)	(40,3)	59,2	375,1	267,4	453,0
Actions propres	(2,7)	(3,8)	(0,1)	(3,1)	(3,2)	(3,2)	(3,4)
Résultat de l'exercice part du groupe	12,4	36,0	3,9	41,0	45,2	150,2	32,7
Capitaux propres part du groupe	645,1	661,0	636,8	1 364,7	1 893,7	2 651,7	2 737,2
Participations ne donnant pas le contrôle	10,1	19,5	4,8	9,2	20,5	13,0	20,3
Capitaux propres	655,3	680,5	641,6	1 373,9	1 914,3	2 664,7	2 757,5
Provisions non courantes	10,6	13,8	57,4	75,8	115,3	144,1	154,2
Financements des projets non courants	1 511,8	1 979,8	2 027,1	2 140,1	2 702,3	3 049,2	3 684,7
<i>dont Dettes locatives IFRS 16</i>	<i>92,8</i>	<i>130,5</i>	<i>160,8</i>	<i>212,1</i>	<i>257,5</i>	<i>303,3</i>	<i>368,1</i>
Financements <i>corporate</i> non courants	13,9	190,6	325,4	337,5	407,9	421,5	262,9
Instruments financiers dérivés non courants	33,3	83,8	90,2	23,3	32,2	16,1	9,3
Autres passifs non courants	-	34,1	22,3	31,6	17,9	3,2	12,9
Impôts différés passifs	37,8	49,6	53,3	85,7	194,0	226,0	243,1
Total des passifs non courants	1 607,3	2 351,7	2 575,7	2 694,1	3 469,8	3 860,0	4 367,1
Provisions courantes	-	-	0,5	0,3	1,0	4,8	4,9
Financements des projets courants	122,5	144,8	273,1	427,7	397,3	315,8	180,3
<i>dont Dettes locatives IFRS 16</i>	<i>4,1</i>	<i>6,2</i>	<i>7,1</i>	<i>7,7</i>	<i>6,9</i>	<i>11,4</i>	<i>12,9</i>
Financements <i>corporate</i> courants	2,2	4,0	14,0	1,3	1,8	2,6	165,6
Instruments financiers dérivés courants	7,1	11,6	19,6	23,3	12,6	3,7	9,1
Fournisseurs et comptes rattachés	136,5	126,3	173,9	340,4	242,4	386,6	236,2
<i>dont Fournisseurs</i>	<i>25,8</i>	<i>27,4</i>	<i>33,2</i>	<i>51,6</i>	<i>60,3</i>	<i>58,0</i>	<i>66,4</i>
<i>dont Fournisseurs d'immobilisations</i>	<i>110,8</i>	<i>98,9</i>	<i>140,7</i>	<i>288,7</i>	<i>182,1</i>	<i>328,7</i>	<i>169,8</i>
Autres passifs courants	37,9	66,8	78,7	84,1	206,2	125,9	122,4
Total des passifs courants	306,3	353,5	559,7	877,1	861,2	839,5	718,6
Passifs destinés à être cédés	-	-	-	-	28,2	38,0	36,9
Total du passif	2 568,9	3 385,7	3 777,1	4 945,1	6 273,5	7 402,3	7 880,1

Sources : DEU 2018 à 2023, rapport financier semestriel 2024

Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles sont principalement composées de dépenses activées liées au développement des projets, répondant aux critères d'activation en conformité avec la norme IAS 38.

Le Groupe distingue les frais de développement liés aux projets en phase d'études (160,8 M€ au 30 juin 2024) de ceux en opérations (125,9 M€). À partir de la mise en service de la centrale, l'amortissement est calculé linéairement selon la durée d'utilité de l'actif sous-jacent.

Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles s'établissent à 6.019,9 M€ au 30 juin 2024 et sont principalement composées d'actifs de production en service pour 3.784,3 M€, d'actifs de production en-cours de développement pour 1.820,4 M€ et, dans une moindre mesure, de droits d'utilisation sur actifs loués liés à la norme IFRS 16 pour 357,4 M€²⁵.

Instruments financiers dérivés

Neoen a recours à des produits dérivés pour couvrir son exposition (i) aux risques de taux de change, (ii) aux variations des prix *spot* de l'électricité associée à la production de certains actifs, et (iii) au risque de taux d'intérêt.

Au 30 juin 2024, la juste valeur des instruments financiers dérivés est de 335,4 M€ (353,8 M€ d'instruments financiers dérivés actifs, nets de -18,4 M€ d'instruments dérivés passifs).

Autres actifs financiers non courants

Les autres actifs financiers non courants s'établissent à 158,8 M€ au 30 juin 2024. Ces derniers sont constitués principalement de dépôts de garantie liés aux contrats de financement, de dépôts à terme, de prêts et de titres non consolidés.

La hausse des autres actifs financiers non courants en 2023 s'explique par l'augmentation des prêts à plus d'un an, correspondant à des avances en comptes courants faites à des sociétés mises en équivalence, notamment en Finlande.

²⁵ Correspondant essentiellement aux droits d'utilisation pour les terrains de centrales en exploitation et en construction (342,4 M€) ainsi qu'aux droits relatifs à des immeubles de bureaux (15,0 M€).

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

L'évolution du BFR entre le 31 décembre 2018 et le 30 juin 2024 est présentée ci-après :

Tableau 9 - Evolution du BFR depuis le 31 décembre 2018 (en M€)

en M€ - au 31 décembre	2018	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Autres actifs non courants	-	-	0,1	11,1	10,7	6,1	3,0
Stocks	0,3	0,7	4,7	8,7	10,6	9,8	8,3
Clients et comptes rattachés	33,8	52,2	73,2	81,6	106,6	115,2	133,0
Autres actifs courants	48,9	111,2	112,3	115,3	108,0	115,9	142,3
Dettes fournisseurs (hors fournisseurs d'immobilisations)	(25,8)	(27,4)	(33,2)	(51,6)	(60,3)	(58,0)	(66,4)
Autres passifs courants	(37,9)	(66,8)	(78,7)	(84,1)	(206,2)	(125,9)	(122,4)
BFR	19,3	69,9	78,4	81,0	(30,6)	63,1	97,8
(en % du CA sur 12 mois)	9,3 %	27,6 %	26,2 %	24,3 %	(6,1) %	12,0 %	19,4 %
Variation du BFR	n.a.	50,6	8,5	2,6	(111,6)	93,7	34,7

Note : le poste « Dettes fournisseurs » indiqué ci-dessus correspond au poste « Fournisseurs et comptes rattachés » du bilan, retraité des « Fournisseurs d'immobilisations » qui sont comptabilisés en investissements (CAPEX) dans la trajectoire financière du management.

Sources : DEU 2018 à 2023, rapport financier semestriel 2024, analyses Finexsi

Le BFR du Groupe est historiquement positif, correspondant à un besoin de financement, à l'exception de 2022 (-30,6 M€), en raison de la comptabilisation en « Autres passifs courants » d'une dette de 90,3 M€ envers EDF OA au regard de l'évolution du prix de l'électricité au cours de l'exercice. Cette dette correspond à la différence entre le prix de marché encaissé par certaines centrales françaises et le tarif de leurs contrats d'achat, que le Groupe doit reverser à EDF conformément aux dispositions réglementaires en vigueur.

Capital

Neoen a réalisé, le 29 mars 2023, une augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) d'un montant brut d'environ 750 M€. Celle-ci s'est traduite par l'émission de 36.694.552 actions nouvelles au prix unitaire de 20,45 €.

En complément de cette augmentation de capital, la Société a réalisé au cours de l'exercice 2023 une augmentation de capital réservée aux salariés (12 mai 2023), le paiement en actions d'une partie (83%) des dividendes au titre de l'exercice 2022 (8 juin 2023) et une augmentation de capital des actionnaires dans le cadre de son plan d'attribution d'actions gratuites (3 juillet 2023), portant le capital social de la Société à 304.244.898€ au 31 décembre 2023 composé de 152.122.449 actions ordinaires.

Entre le 31 décembre 2023 et le 30 juin 2024, la Société a réalisé plusieurs opérations d'augmentation de capital (pour un montant total d'environ 17,5 M€) au titre notamment du paiement d'une partie (75%) du dividende de l'exercice 2023 en actions, de l'attribution d'actions gratuites, et d'une augmentation de capital réservée aux salariés.

Après prise en compte de ces opérations et du résultat net de la période (32,7 M€), les capitaux propres consolidés part du Groupe s'élèvent à 2.737,2 M€ au 30 juin 2024, soit 17,93 € par action (sur la base du nombre d'actions en circulation retraité de l'autocontrôle²⁶ - cf. §7.3.1).

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de Neoen est présentée ci-après :

Tableau 10 - Evolution de l'endettement financier net consolidé de Neoen depuis 2018 (en M€)

En M€ - au 31 décembre	2018	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Placements à court terme	165,4	11,6	0,7	67,9	40,6	66,6	34,4
Disponibilités	338,4	448,9	374,2	524,6	582,2	707,2	477,4
Trésorerie et équivalents de trésorerie	503,8	460,5	374,9	592,6	622,8	773,7	511,8
Financements seniors des projets	(1 229,4)	(1 757,9)	(1 948,7)	(2 199,6)	(2 717,7)	(2 921,5)	(3 355,8)
Financements juniors des projets	(262,7)	(199,6)	(154,4)	(117,6)	(77,4)	(74,0)	(76,6)
Financements corporate	(16,1)	(194,6)	(339,4)	(338,8)	(409,7)	(424,1)	(428,5)
Investissements minoritaires et autres	(45,4)	(30,5)	(29,2)	(31,1)	(40,2)	(54,9)	(51,6)
Dettes financières	(1 553,6)	(2 182,6)	(2 471,7)	(2 687,1)	(3 245,0)	(3 474,5)	(3 912,5)
Trésorerie / (dette) nette pré-IFRS 16	(1 049,8)	(1 722,1)	(2 096,8)	(2 094,5)	(2 622,2)	(2 700,8)	(3 400,7)
Ratio de levier (Dette nette / EBITDA ajusté)	6,2x	7,8x	7,7x	7,0x	6,3x	5,7x	7,5x
Dettes locatives liées à IFRS 16	(96,9)	(136,7)	(167,9)	(219,8)	(264,4)	(314,7)	(381,0)
Trésorerie / (dette) nette post-IFRS 16	(1 146,7)	(1 858,8)	(2 264,7)	(2 314,3)	(2 886,6)	(3 015,5)	(3 781,7)

Note 1 : la dette nette ci-dessus diffère de celle présentée dans les comptes de Neoen en raison notamment de la non-prise en compte par Finexsi des dépôts de garantie et des instruments financiers dérivés de taux.

Sources : DEU 2018 à 2023, rapport financier semestriel 2024, analyses Finexsi

Le Groupe Neoen est en situation de dette financière nette sur l'ensemble de la période analysée, laquelle est passée de 1.049,8 M€ en 2018 à 3.400,7 M€ au 30 juin 2024 (hors IFRS16).

Au 30 juin 2024, la trésorerie est en diminution de 261,9 M€ et s'établit à 511,8 M€ contre 773,7 M€ au 31 décembre 2023. Cette variation est principalement liée aux investissements sous forme d'apports en fonds propres et en comptes courants dans les nouveaux projets en construction (-364 M€), ainsi qu'au financement des coûts de développement et de structure (-73 M€). Ces décaissements ont été partiellement compensés par (i) des dividendes reçus et des remboursements de comptes courants par les sociétés projets pour +91,8 M€, (ii) le paiement de prestations de développement pour +64,2 M€, et (iii) les opérations de *Farm-down* pour +42,6 M€.

Les financements seniors et juniors sont adossés à des projets (centrales éoliennes et photovoltaïques et unités de stockage). La hausse de ces postes s'explique par le développement du portefeuille d'actifs du Groupe.

²⁶ Soit un total de 152.660.436 actions Neoen.

Les financements *Corporate* correspondent principalement aux émissions d'OCEANES vertes :

- En octobre 2019 pour un montant de 179,0 M€ (composante dette nette de frais) et de 19,4 M€ (composante capitaux propres nette de frais). Ces OCEANES 2019 ont été converties en actions à hauteur de 190,8 M€ et remboursées en numéraire à hauteur de 0,4 M€ en 2022 ;
- En juin 2020 pour un montant 142,8 M€ (composante dette nette de frais) et de 24,9 M€ (composante capitaux propres nette de frais) ; et
- En septembre 2022 pour un montant de 249,9 M€ (composante dette nette de frais) et de 47,4 M€ (composante capitaux propres nette de frais).

Les investissements minoritaires et autres sont principalement constitués d'apports en compte courant d'actionnaires dans le cadre de financements de projets.

Neoen a finalisé en février 2024 le refinancement du crédit syndiqué mis en place en mars 2020, le portant de 250 M€ à 500 M€, tout en renégociant son échéance de 2026 à 2029. Le crédit syndiqué est composé de 300 M€ d'emprunt à terme et de 200 M€ de facilité de *Crédit Revolving*.

Par ailleurs, la Société dispose de 500 M€ de lignes de crédit non tirées au 30 juin 2024.

Les dettes locatives comptabilisées au titre de la norme IFRS16 s'élèvent à 381,0 M€ au 30 juin 2024 et correspondent à des engagements locatifs pour des terrains sur lesquels le Groupe dispose d'installations de production d'électricité.

Le ratio de levier du Groupe, défini comme l'endettement financier net divisé par l'EBITDA ajusté (avant application de la norme IFRS 16), s'établit à 7,5x²⁷ au 30 juin 2024. L'objectif du Groupe s'établit entre 8x et 10x à horizon 2025.

Autres éléments du bilan

Les autres éléments du bilan sont notamment constitués :

- D'autres actifs courants (115,9 M€ au 31 décembre 2023), correspondant principalement à des créances fiscales et sociales (68,6 M€) liées à des crédits de TVA et à des acomptes versés à des fournisseurs dans le cadre de la construction de centrales (39,2 M€) ;
- Des provisions courantes et non courantes (148,9 M€ au 31 décembre 2023), correspondant principalement à des provisions pour démantèlement (148,4 M€) ;
- D'autres passifs courants (125,9 M€ au 31 décembre 2023), correspondant à des dettes fiscales et sociales (46,2 M€) et à des dettes envers d'autres créanciers (65,0 M€).

²⁷ Déterminé sur la base d'un EBITDA ajusté sur les douze derniers mois.

5.5 Prévisions du Groupe

Les perspectives du Groupe pour l'exercice en cours et l'exercice 2025 sont les suivantes :

- Le 26 novembre 2024, le Groupe a communiqué sur une révision à la baisse de son objectif d'EBITDA ajusté 2024, passant d'une fourchette comprise entre 530 M€ et 560 M€ à une fourchette de 475 M€ à 490 M€, étant précisé que cette révision à la baisse est due à une moindre contribution des opérations de « *Farm-down* » ;
- Un EBITDA ajusté 2025 supérieur à 700 M€, et une capacité totale en opération ou en construction qui devrait atteindre 10 GW au cours de l'exercice 2025²⁸.

Il convient de noter que ces prévisions d'EBITDA ajusté tiennent compte de la contribution de l'activité de « *Farm-down* », qui ne dépassera pas 20% de l'EBITDA ajusté des exercices 2024 et 2025 (et 15% de la croissance annuelle brute du portefeuille sécurisé)²⁹.

Pour mémoire, le Groupe a communiqué au marché le 1^{er} mars 2023 une ambition d'atteindre une capacité opérationnelle installée de 20 GW à horizon 2030, étant toutefois précisé que celle-ci nécessiterait une ou plusieurs augmentations de capital, comme le relèvent notamment certains analystes (cf. §7.4.6). Le *Management* a indiqué qu'en l'absence d'augmentation de capital, une capacité installée de 15 GW apparaît auto-finançable.

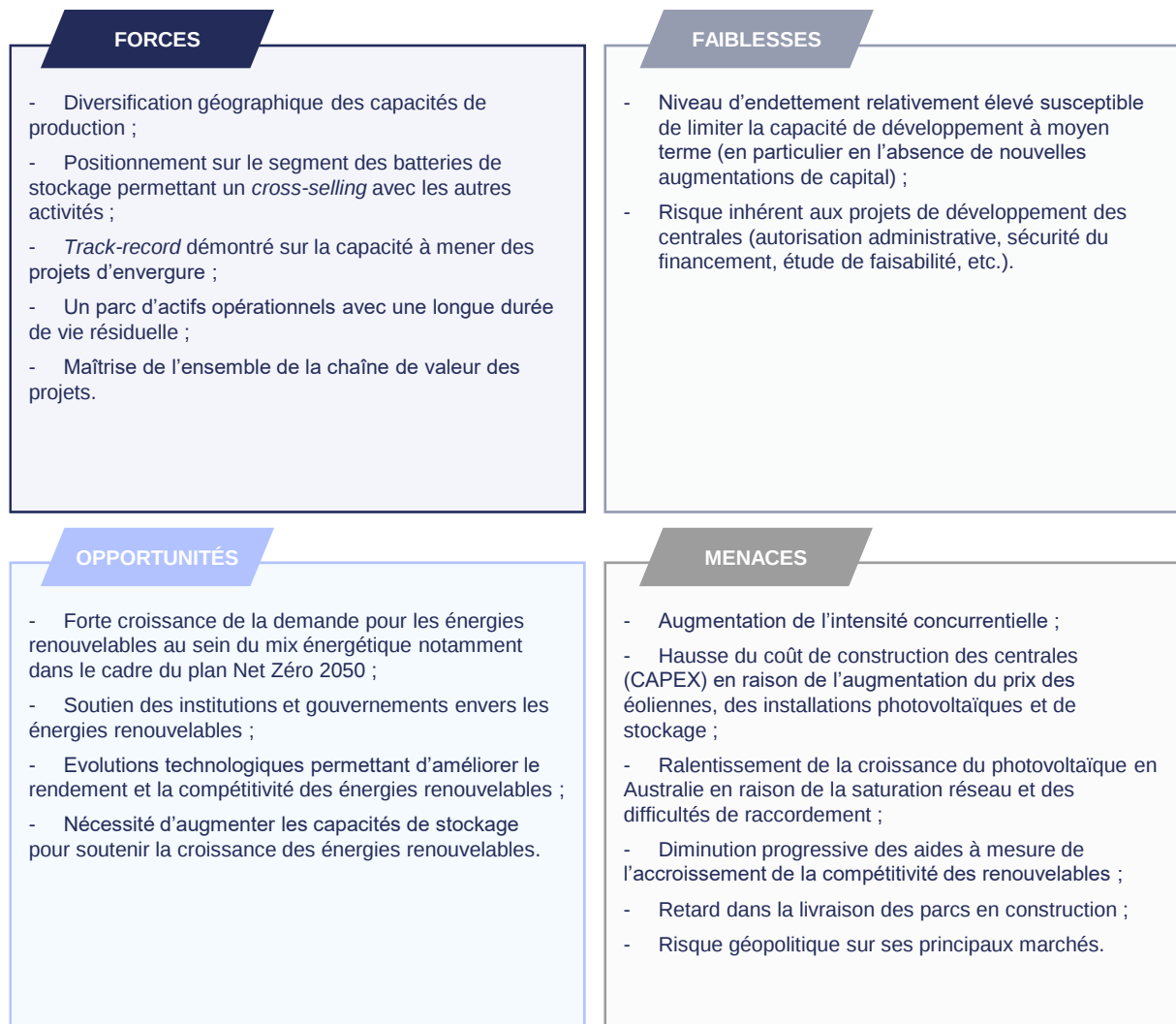
²⁸ Communiqué de presse de Neoen du 19 juin 2023.

²⁹ Communiqué de presse de Neoen du 1^{er} mars 2023.

6 Matrice SWOT

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

Figure 14 - Présentation de la matrice SWOT de Neoen



Sources : Société, analyses Finexsi

7 Evaluation des actions de Neoen

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Neoen, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

7.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

7.1.1 Actif net comptable consolidé

L'Actif Net Comptable (ANC) n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise, car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'ANC consolidé part du Groupe au 30 juin 2024 s'établit à 2.737,2 M€, soit une valeur par action de 17,93€³⁰.

7.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Neoen.

7.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés bénéficiant d'une capacité de distribution suffisante, avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

³⁰ Sur la base de 152.660.436 actions, correspondant au nombre d'actions en circulation au 30 juin 2024 (152.848.774 actions), retraité des 188.338 actions auto-détenues.

Nous rappelons que la Société a distribué des dividendes au titre des deux derniers exercices clos³¹. L'Assemblée Générale des actionnaires du 14 mai 2024 a voté un dividende ordinaire pour l'exercice 2023 de 0,15 € par action, avec une option pour un paiement en numéraire ou en actions. Par ailleurs, « *sur la période 2023-2025, le Groupe entend augmenter de manière progressive son dividende par action, au regard notamment de l'évolution de ses résultats et de sa situation financière* »³².

Nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où le taux de distribution de la Société est limité par les besoins de financement de l'activité, et où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ci-après « DCF »).

7.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où le Groupe opère en continuité d'exploitation, ce qui conduit à appliquer des approches en cohérence avec ce principe permettant de valoriser de façon adaptée les actions Neoen.

7.2 Critères d'évaluation retenus

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

- La référence à la transaction récente intervenue sur le capital de Neoen, à savoir l'acquisition du Bloc de Contrôle annoncée le 24 juin 2024 et portant sur 53,12% du capital ;
- La référence au cours de bourse de Neoen ;
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Nous avons retenu à titre secondaire les méthodes et références suivantes :

- La méthode analogique des comparables boursiers ;
- La méthode analogique des transactions comparables ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Neoen.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

³¹ En 2022, la Société a procédé au premier versement de dividende de son histoire au titre de l'exercice 2021.

³² Communiqué de presse du 1^{er} mars 2023.

7.3 Données de références de la société Neoen

7.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 novembre 2024 (152.848.774 actions) :

- Diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (188.338 actions) ;
- Augmenté du nombre d'actions gratuites en période d'acquisition soit 1.094.732 actions, dont 161.971 actions au titre du plan d'AGA 2022, 210.833 actions au titre du plan d'AGA 2023 et 721.928 actions au titre du plan d'AGA 2024, étant précisé que sur la base de la trajectoire financière qui nous a été communiquée, les conditions de performance sont atteintes ;
- Augmenté des actions qui résulteraient de la conversion des OCEANes 2020 (3.679.653 obligations sur la base d'un taux de conversion de 1,176 au 11 juin 2024, soit 4.327.272 actions Neoen) et des OCEANes 2022 (3.000 obligations sur la base d'un taux de conversion de 2.118,0805 au 11 juin 2024 soit 6.354.242 actions Neoen).

Tableau 11 - Nombre d'actions dilué au 30 novembre 2024

Nombre d'actions de Neoen	nov.-24
Nombre d'actions composant le capital social au 30 novembre 2024	152 848 774
Nombres d'actions auto-détenues	(188 338)
Nombre d'actions hors auto-détention	152 660 436
Prise en compte des instruments dilutifs	1 094 732
AGA 2022 en cours d'acquisition	161 971
AGA 2023 en cours d'acquisition	210 833
AGA 2024 en cours d'acquisition	721 928
Nombre d'actions Neoen dilué (hors OCEANes)	153 755 168
OCEANes 2020	4 327 272
OCEANes 2022	6 354 242
Nombre d'actions Neoen dilué après prise en compte de la conversion des OCEANes	164 436 681

Sources : DEU 2023, analyses Finexsi

Le nombre d'actions dilué retenu pour nos travaux s'établit à 164.436.681.

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

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de Neoen au 30 juin 2024.

Tableau 12 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Neoen au 30 juin 2024 (avant IFRS 16)

en M€	juin-24
Trésorerie et équivalents de trésorerie	512
Financements non courants	(3 265)
Financements courants	(168)
Investissements minoritaires et autres	(52)
Trésorerie / (dette) nette	(2 973)
Autres actifs financiers	146
Des déficits fiscaux reportables	199
Instruments financiers dérivés (nets des IDP comptabilisés)	254
Cession de la centrale de Metoro	3
Entreprises mises en équivalence	31
Autres passifs non courants	(13)
Intérêts minoritaires	(20)
Provisions pour risques et charges (nettes des IDA comptabilisés)	(119)
Cession du portefeuille d'actifs et de projets situés dans l'Etat de Victoria (en VE)	580
Ajustements	1 061
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - trésorerie / (dette)	(1 912)

Sources : Rapport financier semestriel 2024, analyses Finexsi

Hormis les dettes financières et la trésorerie qui n'appellent pas de commentaire particulier de notre part, nous avons inclus dans l'endettement financier net les principaux éléments suivants :

- Les autres actifs financiers d'un montant de 146 M€ composés de dépôts de garantie nets de trésorerie collatérale (69 M€), de prêts à plus d'un an pour un montant de 72 M€ (essentiellement à des sociétés mises en équivalence) et de titres non consolidés pour 5 M€ ;
- Les déficits fiscaux reportables (activés et non activés) pour un montant de 199 M€. Ces déficits fiscaux ont été modélisés en fonction de leur horizon de consommation sur la base de la trajectoire financière, selon la réglementation française en vigueur, puis intégrés dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé. Ils ne sont par conséquent pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans les flux retenus pour la méthode DCF ;
- La juste valeur des instruments financiers dérivés (335 M€) nets des impôts différés afférents (-82 M€) pour un montant de 254 M€ ;
- Les participations dans les entreprises associées et les co-entreprises (31 M€) retenues pour leur valeur comptable :
 - Les intérêts minoritaires (-20 M€) retenus pour leur valeur comptable ;
 - Les provisions pour risques et charges pour un montant de -119 M€ (net des impôts différés actifs comptabilisés) correspondant principalement aux provisions pour démantèlement des centrales en opération ;

- La valeur d'entreprise du portefeuille d'actifs situés dans l'Etat de Victoria en Australie, soit 580 M€³³, dont la cession a été annoncée le 4 décembre 2024. Cette cession intervient dans le cadre des engagements pris par l'Initiateur pour obtenir l'accord de l'autorité de la concurrence en Australie (ACCC) nécessaire à la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle auprès d'Impala et d'autres actionnaires de Neoen. La dette afférente à ce portefeuille d'actifs est prise en compte dans la dette financière ci-dessus.

Après retraitements, l'endettement financier net ajusté ressort à 1.912 M€.

À noter que nous n'avons pas intégré les OCEANES, visées par la présente Offre, dans l'endettement financier net, car nous les avons retenues par ailleurs dans le calcul du nombre d'actions dilué (cf. §7.3.1).

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16³⁴, dans la mesure où (i) ces agrégats avant IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme comptable a été retraitée sur la base des éléments fournis par le *Management* dans la trajectoire financière sur laquelle se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant d'environ 381 M€ au 30 juin 2024 (cf. §5.4). De même l'EBITDA est retraité des loyers pour assurer la cohérence des paramètres retenus pour l'évaluation.

7.4 Mise en œuvre de la valorisation de Neoen

7.4.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion des mouvements intervenus sur le marché qui concourent à la cotation de l'action et qui sont reflétés dans l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Le 24 juin 2024, l'Initiateur a conclu un contrat d'acquisition d'actions (*Share Purchase Agreement*) avec Impala, le Fonds Stratégique de Participations géré par ISALT, Cartusia, Xavier BARBARO³⁵ et d'autres actionnaires, afin d'acquérir 81.197.100 actions Neoen, représentant environ 53,12% du capital de la Société au prix de 39,85 € par action (le « Bloc de Contrôle »).

A la même date, l'Initiateur a également conclu un engagement d'apport avec Bpifrance, par l'intermédiaire de son fonds ETI 2020, aux termes duquel Bpifrance s'est engagée à apporter toutes les actions qu'elle détient dans Neoen, représentant 4,36% du capital social de Neoen, à l'offre publique d'achat qui sera lancée par l'Initiateur après la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

La réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle est intervenue le 27 décembre 2024.

³³ Sur la base d'un montant de 950 MAUD et d'un taux de conversion de 0,61.

³⁴ A l'exception de la méthode des transactions comparables pour laquelle nous ne disposons pas des informations suffisantes pour retraiter l'incidence de cette norme sur les agrégats des transactions identifiées.

³⁵ Fondateur et Président Directeur Général de Neoen.

Le prix d'acquisition du Bloc de Contrôle, portant sur environ 53,12% du capital de la Société, est strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Par ailleurs, en leur qualité de dirigeant de la Société et/ou de membre du Conseil d'administration, une partie des cédants (détenant collectivement environ 50,1%³⁶ du capital de la Société) dispose d'un accès complet à l'information concernant la Société, de ses risques et opportunités, et se trouve par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, qui est le même que celui proposé dans le cadre de la présente Offre.

Le prix de 39,85 € par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société Neoen.

7.4.2 L'analyse du cours de bourse (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Pour mémoire, les actions Neoen ont été introduites en bourse le 17 octobre 2018 au prix de 16,5 € par action, et sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (code ISIN : FR0011675362).

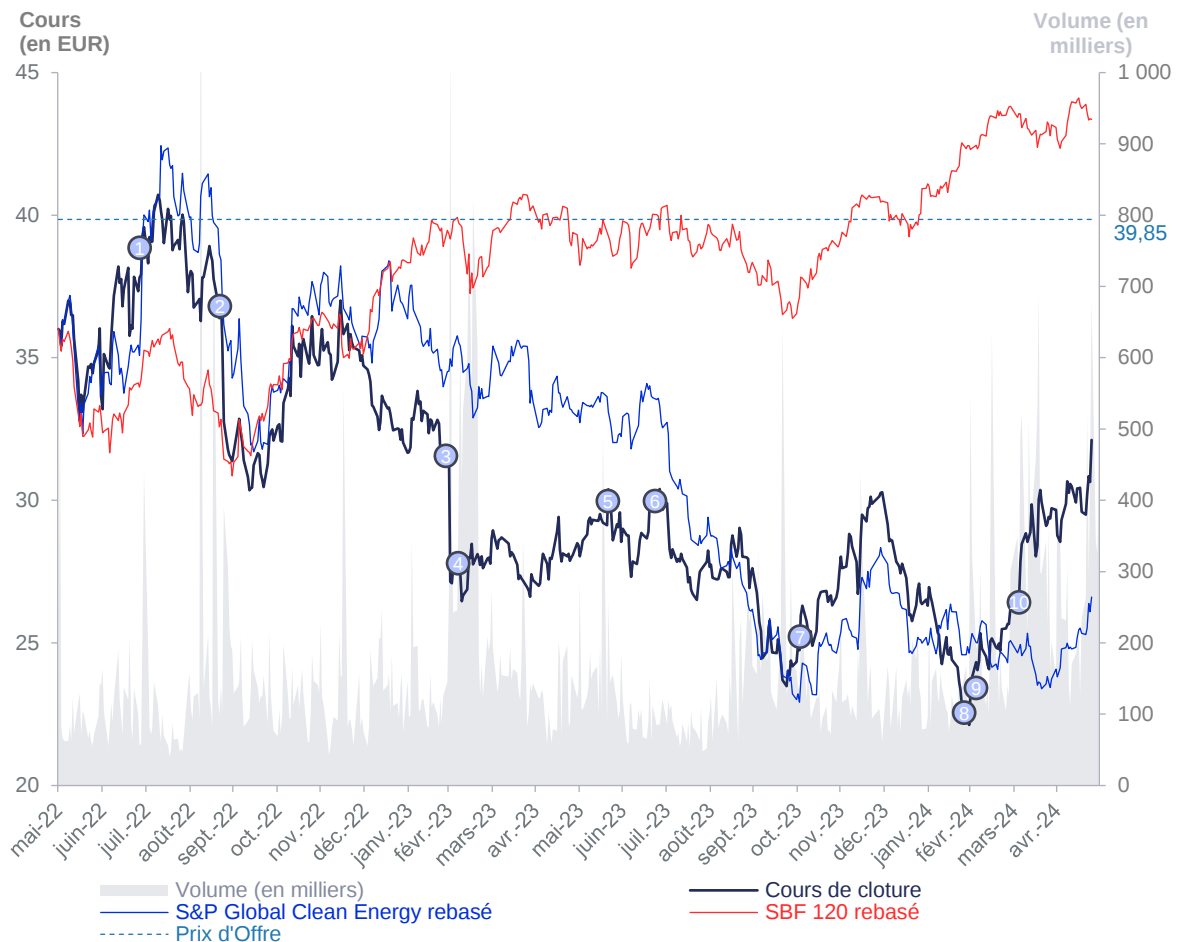
Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'à la clôture du 29 mai 2024, l'Offre ayant été annoncée au marché le 30 mai 2024 avant bourse.

³⁶ Monsieur Xavier BARBARO, Cartusia, Impala et le Fonds stratégique de Participations.

7.4.2.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de Neoen

Le cours de bourse de la Société a évolué comme suit sur les 24 derniers mois antérieurs au 30 mai 2024.

Figure 15 - Evolution du cours de bourse de l'action Neoen sur deux ans au 30 mai 2024



Sources : Capital IQ, articles de presse, analyses Finexsi

Commentaires

- 28 juillet 2022** : La Société publie ses résultats du premier semestre de l'exercice 2022, faisant état d'une croissance du chiffre d'affaires de +36% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent ;
- 23 septembre 2022** : Les marchés boursiers sont globalement en baisse face aux inquiétudes des investisseurs concernant une possible récession et une dégradation de la conjoncture économique mondiale. Dans un contexte inflationniste et de crise énergétique liée à la guerre en Ukraine, le secteur des énergies renouvelables est particulièrement touché, comme en témoigne la baisse de l'indice *S&P Global Clean Energy* de -8,5% en une semaine (contre -11,3% pour le titre Neoen sur la même période) ;

3. **1^{er} mars 2023** : Publication des résultats annuels 2022 de Neoen. Le chiffre d'affaires de l'exercice s'établit à 503,2 M€ soit une croissance de +50,8% par rapport à l'exercice précédent. L'EBITDA ajusté de la Société s'établit quant à lui à 414,0 M€, soit au-delà de la fourchette initiale annoncée au marché en mars 2022, entre 360 M€ et 375 M€. Néanmoins, le cours de la Société baisse de -13,9% en raison de l'annonce par la Société du besoin de lever 750 M€ supplémentaires pour financer ses investissements jusqu'en 2025, dont l'enveloppe totale est rehaussée de 5,3 Mds€ à 6,2 Mds€ ;
4. **7 mars 2023** : Subséquemment à l'annonce du 1^{er} mars 2023, Neoen informe les actionnaires d'une augmentation de capital d'environ 750 M€ afin d'augmenter de 50% sa capacité installée tout en intensifiant ses investissements dans le stockage ;
5. **19 juin 2023** : La Société relève son objectif d'EBITDA ajusté 2025 à plus de 700 M€, opérations de « *Farm-down* » incluses (contre 600 M€ initialement annoncé en mai 2023, hors opération de « *Farm-down* ») ;
6. **27 juillet 2023** : Publication des résultats du premier semestre de l'exercice 2023, faisant état d'une croissance de l'EBITDA de +44% par rapport à l'exercice précédent. Neoen annonce avoir atteint 7 GW de capacité énergétique en opération ou en construction ;
7. **2 novembre 2023** : La Société enregistre une hausse de +12% de son chiffre d'affaires (sur les neuf premiers mois de l'exercice 2023) et confirme son objectif d'EBITDA ajusté pour l'exercice 2023 (milieu de fourchette comprise entre 460 M€ et 490 M€) ;
8. **26 février 2024** : Neoen conclut le financement d'un portefeuille de huit actifs d'énergie renouvelable (solaire, éolien et batterie), pour un montant de plus de 1,1 milliard de dollars australiens (soit environ 671 M€), représentant une des plus importantes opérations de financement de portefeuille d'actifs renouvelables en Australie ;
9. **28 février 2024** : Publication des résultats annuels 2023 de Neoen. Le chiffre d'affaires de l'exercice s'établit à 524,4 M€, en hausse de +4,2% et l'EBITDA ajusté à 474,8 M€, en hausse de +15% par rapport à l'exercice précédent ;
10. **28 mars 2024** : Le cours de bourse de la Société progresse de +2,3% après la publication d'un article de Bloomberg mentionnant des spéculations autour de la vente potentielle d'une participation de 30% du périmètre australien de Neoen, pour 1,1 milliard de dollars australiens (soit environ 671 M€), afin de financer sa croissance dans le pays.

Le **30 mai 2024**, Brookfield a annoncé être entré en négociations exclusives avec Impala et d'autres actionnaires pour l'acquisition d'une participation majoritaire dans Neoen au prix de 39,85 € par action³⁷. L'acquisition du bloc serait suivie du dépôt par Brookfield, à titre obligatoire, d'une Offre Publique d'Achat portant sur le solde des titres Neoen ainsi que sur les OCEANes en circulation et, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre, de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Sur les 24 mois précédant l'annonce de l'Offre (soit depuis le 30 mai 2022), le cours de bourse de la Société a connu une baisse de -12,8%, quand le SBF 120 a progressé de +18,8%. Cette évolution est cependant à mettre en regard de la baisse observée sur le marché des énergies renouvelables, comme en témoigne la baisse de -25,7% de l'indice *S&P Global Clean Energy* sur la même période.

³⁷ Excluant le dividende de 0,15 € décidé par l'assemblée annuelle des actionnaires du 14 mai 2024.

Postérieurement à l'annonce de l'opération le 30 mai 2024, le cours de bourse de clôture de Neoen a évolué entre 36,10 € le 17 juin 2024 et 39,83€ le 27 décembre 2024, soit en-dessous du prix d'offre de 39,85 € par action (coupon détaché).

7.4.2.2 Analyse de la liquidité du titre Neoen

Nous présentons ci-après les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 30 mai 2024) sur une période de 24 mois :

Tableau 13 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Neoen jusqu'au 29 mai 2024

Cours moyens pondérés par les volumes	en € par action	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 40€*	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (29/5/2024)	31,40	+27,4 %	443	443	14 114	14 114	0,29 %	0,29 %	0,59 %	0,59 %
CMPV 1 mois	30,56	+30,9 %	294	6 165	8 972	188 406	0,19 %	4,06 %	0,39 %	8,26 %
CMPV 60 jours	28,83	+38,7 %	288	16 126	8 302	464 921	0,19 %	10,62 %	0,39 %	21,61 %
CMPV 3 mois	28,52	+40,2 %	284	17 344	8 109	494 674	0,19 %	11,43 %	0,38 %	23,24 %
CMPV 6 mois	27,90	+43,4 %	213	26 152	5 931	729 567	0,14 %	17,23 %	0,28 %	34,84 %
CMPV 12 mois	27,64	+44,7 %	173	44 167	4 787	1 220 695	0,11 %	29,10 %	0,23 %	58,03 %
CMPV 24 mois	30,87	+29,6 %	167	85 694	5 167	2 645 692	0,11 %	56,45 %	0,26 %	131,61 %
Plus haut 12 mois (28/5/2024)	32,74	+22,2 %								
Plus bas 12 mois (28/2/2024)	22,12	+80,8 %								
Plus haut 24 mois (8/8/2022)	40,71	(1,8)%								
Plus bas 24 mois (28/2/2024)	22,12	+80,8 %								

Note : les primes extériorisées par le prix d'Offre sont exprimées par rapport au prix de 40,0€, soit avant détachement du dividende de 0,15€ au titre de l'exercice 2023, intervenu le 11 juin 2024.

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 30 mai 2024), le volume cumulé des actions Neoen échangées est de 44,2 millions d'actions (soit environ 173 milliers d'actions échangées par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 29,10% et celle du flottant à 58,03%.

Sur les 24 derniers mois (antérieurs au 30 mai 2024), le volume cumulé des actions Neoen échangées est de 85,7 millions d'actions (soit environ 167 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 56,45% et celle du flottant à 131,61%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est liquide et représente une référence pertinente pour l'évaluation de la Société.

Sur la base du cours de clôture au 29 mai 2024 et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre de 40,0 € par action Neoen coupon attaché, extériorise respectivement une prime de 27,4% et de 38,7%.

7.4.3 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de sa trajectoire financière à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement des activités de la Société et nous paraît adaptée à la situation de Neoen. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

7.4.3.1 Présentation de la trajectoire financière

Le *Management* et ses conseils nous ont communiqué une trajectoire financière « *standalone* » sur la période 2024E - 2030E, correspondant à une mise à jour du plan d'affaires établi en 2022 dans le cadre du processus triennal d'élaboration des prévisions (aucun processus « *bottom-up* » de prévisions à long terme n'a été engagé par la Société depuis cette date). Le *Management* nous a également communiqué le projet de budget 2025 qui a été intégré dans la trajectoire financière.

La période 2026E - 2030E de la trajectoire financière a été déterminée selon une approche « *top-down* » par le *Management* et ses conseils, par technologie, mais sans distinction entre les différentes géographies dans lesquelles opère le Groupe.

Il est par ailleurs précisé que cette trajectoire financière n'intègre aucune opération de croissance externe ni aucune synergie potentielle avec l'Initiateur, qui a indiqué dans le projet de note d'information ne pas anticiper la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société sur la période des 12 prochains mois.

Cette trajectoire financière, communiquée par le *Management*, n'a pas fait l'objet d'une approbation par la gouvernance depuis le plan d'affaires 2022/204 dont elle est une mise à jour.

Les principales hypothèses de cette trajectoire financière 2024E – 2030E sont les suivantes :

- Un EBITDA 2024 dans la fourchette communiquée au marché, compris entre 475 M€ et 490 M€ ;
- Une année 2025B correspondant à la guidance communiquée au marché, à savoir une capacité en opération ou en construction qui devrait atteindre 10 GW et un EBITDA ajusté 2025 supérieur à 700 M€ ;
- La poursuite du développement de la Société en ligne avec les ambitions communiquées au marché par le *Management*, à savoir l'atteinte d'une capacité installée de 15 GW à l'horizon 2030 que le Groupe considère être en mesure de financer en *standalone* avec recours exclusif à de la dette (projet et *Corporate*), en sus de la trésorerie dont il dispose à ce jour et celle générée par les opérations de « *farm-down* » et les actifs en exploitation, sans recours à de nouvelles levées de fonds. Nous avons privilégié ce scénario à celui d'une capacité installée de 20 GW à l'horizon 2030, autre scénario évoqué par le *Management*, mais qui nécessiterait la réalisation d'une ou plusieurs augmentations de capital dont les modalités ne sont pas connues et qu'il n'est pas possible de simuler en termes notamment d'incidence dilutive pour les actionnaires ;

- Des investissements de développement cumulés de l'ordre de 9,6 Mds€ sur la période (hors coûts de maintenance intégrés dans les charges opérationnelles), estimés par la Société sur la base d'une approche €/MW par technologie et indexés sur l'inflation, permettant d'atteindre l'objectif de 15 GW de capacité installée à horizon 2030. Les investissements sont alloués à hauteur de 75% aux activités éoliennes et solaires et de 25% à l'activité de stockage. Leur rendement (*capex EBITDA yields*³⁸) est déterminé de sorte que le TRI des projets soit en ligne avec la guidance communiquée au marché (TRIs de 7,5% en Europe, 8,5% en Australie et dans les autres pays de l'OCDE et supérieur à 10% dans les pays non-membres de l'OCDE³⁹) ;
- Une contribution annuelle du « *farm-down* » limitée à 20% de l'EBITDA ajusté ;
- Une croissance soutenue de l'EBITDA ajusté (CAGR de 13,3%) jusqu'en 2032E (les dernières mises en services intervenant en 2031E), reflétant les investissements réalisés et l'évolution de la capacité installée. L'EBITDA ajusté devrait atteindre environ 1,3 Mds€ (hors « *farm-down* ») à cet horizon ;
- Une variation de BFR nulle sur l'horizon de la trajectoire financière.

Nous avons par ailleurs tenu compte de la cession du portefeuille d'actifs situé dans l'Etat de Victoria en Australie⁴⁰, annoncée le 4 décembre 2024, et dont la finalisation est attendue en juin-juillet 2025. Ce portefeuille se compose de 4 actifs en opération (652 MW de capacité installée) et 2,8 GW d'actifs en développement. Nous avons exclu les flux relatifs à ce portefeuille de la trajectoire financière à partir du second semestre 2025. La valeur d'entreprise ressortant de cette transaction, soit 580 M€, a été intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §7.3.2). La prise en compte de cette cession a une incidence favorable sur la valeur de la Société.

Cette trajectoire financière, établie en *standalone* sur la période 2024E - 2030E, reflète les ambitions de croissance du *Management* à horizon 2030, avec un objectif de capacité installée de 15 GW, financé sans recours à de nouvelles levées de fonds. Elle repose sur la capacité du *Management* à maintenir un rythme soutenu de développement du parc sans dégradation de la performance financière, et permet d'appréhender le plein effet de la stratégie mise en œuvre et annoncée au marché.

Nous rappelons que l'ambition d'une capacité installée de 20 GW en 2030 communiquée au marché nécessiterait la réalisation d'une ou plusieurs augmentations de capital dont les modalités ne sont pas connues et qu'il n'est pas possible de simuler.

³⁸ Le Capex EBITDA yield correspond au taux de rentabilité de l'EBITDA (dégagé par les actifs sous-jacents) calculé sur la base des dépenses d'investissement engagées.

³⁹ Cf. communiqué de presse du 1^{er} mars 2023.

⁴⁰ Cette cession intervient dans le cadre des engagements pris par l'Initiateur pour obtenir l'accord de l'autorité de la concurrence en Australie (ACCC) nécessaire à la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle auprès d'Impala et d'autres actionnaires de Neoen.

Extrapolation

A compter de 2031E (date de mise en service des derniers parcs), la base installée est maintenue stable. Les flux sont modélisés jusqu'à l'extinction des parcs en fonction de leurs dates de mise en service et de leurs durées de vie (30 ans pour l'éolien et le solaire et 20 ans pour le stockage), soit jusqu'en 2060 pour les derniers parcs (scénario extinctif).

Sur cette période, aucun capex de développement additionnel n'est considéré et aucune opération de « *farm-down* » n'est réalisée, la capacité étant considérée comme fixe à environ 15 GW jusqu'à l'extinction des premiers parcs attendue en 2050.

Impôts sur les sociétés

Nous avons retenu un taux d'impôt sur les sociétés de 28,0% correspondant au taux moyen pondéré en fonction des implantations géographiques du Groupe. Nous avons également tenu compte du régime d'imposition des plus-values à long terme pour les cessions d'actifs réalisées dans le cadre du « *farm-down* ».

Les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et leur valeur intégrée dans notre calcul du passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, pour leur montant actualisé (cf. §7.3.2).

Actualisation des flux

En cohérence avec le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres déterminés sur la base des derniers comptes semestriels au 30 juin 2024, nous avons considéré comme premier flux du DCF celui du second semestre de l'exercice 2024. Compte tenu de la date du présent rapport, ce flux n'a pas fait l'objet d'une actualisation dans nos travaux.

Nous avons ensuite actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter de 2025.

Flux normatif

Aucune valeur terminale n'a été retenue à l'issue de la période d'extrapolation dans la mesure où les flux ont été modélisés jusqu'à l'extinction de l'ensemble des parcs mis en service.

Nous avons en revanche tenu compte d'une valeur de sortie. En effet, à l'issue de la durée de vie des parcs, soit ceux-ci sont définitivement fermés et il convient de supporter les coûts de démantèlement, soit il est possible de reconstruire un nouveau parc sur le site après démantèlement de l'ancien (« *repowering* » des parcs). Dans ce second cas, il convient d'appréhender la création de valeur potentielle attribuable au nouveau parc (après démantèlement de l'ancien). Pour notre évaluation, nous avons considéré le second scénario, favorable aux actionnaires.

Cette valeur de sortie a été estimée sur la base de valeurs par MW et par technologie communiquées par le *Management*, en considérant que 50% des MW en opération (soit environ 7,5 GW) pourraient faire l'objet d'un « *repowering* » à l'extinction des parcs. Il est précisé qu'à ce jour la Société n'a encore jamais procédé à un « *repowering* », ses actifs en exploitation étant relativement récents.

Les coûts de démantèlement sont par ailleurs appréhendés au travers des provisions comptabilisées par le Groupe, retenues dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant au 30 juin 2024. Il est toutefois précisé que ces provisions ont été estimées par le Groupe sur la base du périmètre actuel de ses actifs, et que nous n'avons pas tenu compte de provisions complémentaires pour faire face à la croissance importante de la capacité installée sur l'horizon de la trajectoire financière.

7.4.3.2 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 5,4% sur la base :

- D'un taux sans risque de 3,04% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois au 29 novembre 2024 - Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 5,58% (moyenne 6 mois à fin novembre 2024 - source : Finexsi) ;
- D'un bêta désendetté des comparables de 0,48 (source : Capital IQ) ;
- D'un coût de la dette avant impôts de 4,2%, tel qu'il ressort du rapport financier semestriel de la Société ;
- Du *Gearing* de la Société (59,9%) avant annonce de l'Offre (au 27 mai 2024) ;
- D'un taux d'impôt de 28% correspondant au taux moyen pondéré en fonction de l'exposition géographique du Groupe.

Il convient de relever que ce taux de 5,4% se situe dans le bas de fourchette des taux d'actualisation utilisés par les analystes qui suivent le titre Neoen (entre 5,4% et 6,5%).

7.4.3.3 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de Neoen ressort en valeur centrale à 6.829 M€. Compte tenu des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la valeur des fonds propres s'établit à 4.955 M€, soit 30,13 € par action Neoen en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action Neoen à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et de la proportion de MW faisant l'objet d'un « *repowering* » (de 0% à 100%), et (ii) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du rendement (*capex EBITDA yields*) des actifs sous-jacents (de -20% à +20%) sont présentées ci-après.

Tableau 14 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la proportion de MW faisant l'objet d'un « repowering »

Valeur par action		Taux d'actualisation (%)				
		4,9%	5,2%	5,4%	5,7%	5,9%
% du repowering	100,0%	37,62	34,96	32,43	30,03	27,75
	75,0%	36,31	33,73	31,28	28,95	26,73
	50,0%	35,00	32,50	30,13	27,87	25,72
	25,0%	33,68	31,27	28,98	26,79	24,71
	0,0%	32,37	30,05	27,83	25,71	23,70

Source : analyses Finexsi

Tableau 15 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du rendement (capex EBITDA yields) des actifs sous-jacents

Valeur par action		Taux d'actualisation (%)				
		4,9%	5,2%	5,4%	5,7%	5,9%
+/- sur le CAPEX EBITDA Yields des projets sous-jacents (%)	20,0%	41,34	38,62	36,04	33,57	31,23
	10,0%	38,17	35,56	33,08	30,72	28,47
	0,0%	35,00	32,50	30,13	27,87	25,72
	-10,0%	31,82	29,44	27,18	25,02	22,97
	-20,0%	28,65	26,38	24,22	22,17	20,22

Source : analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 33,08€ et 27,18€ par action Neoen, avec une valeur centrale de 30,13€. Le prix d'Offre (coupon détaché) fait ainsi ressortir une prime de 20,5% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de 46,6% sur la borne basse.

7.4.4 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Compte tenu des spécificités du Groupe Neoen, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables, en raison notamment de son implantation géographique, de son mix énergétique (éolien, solaire, stockage), de son pipeline de projets, de sa taille et de ses niveaux de marges. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons cependant identifié neuf sociétés intervenant dans le secteur de Neoen, à savoir le développement d'énergies renouvelables éoliennes terrestres et photovoltaïques, et disposant, pour certaines d'entre elles, de capacités de stockage que nous présentons ci-après⁴¹ :

- Volitalia (chiffre d'affaires 2023 : 495,2 M€ ; EBITDA 2023 : 241,1 M€) est une entreprise française spécialisée dans le développement, la construction, l'exploitation et la maintenance de centrales éoliennes, solaires, hydro-électriques, de biomasse et de stockage. La société dispose d'une capacité installée de 2,9 GW ;
- EDP Renovaveis (chiffre d'affaires 2023 : 2.238,8 M€ ; EBITDA 2023 : 1.835 M€) est une entreprise espagnole spécialisée dans les énergies renouvelables. Elle construit, exploite et entretient des centrales éoliennes et solaires. La société dispose d'une capacité opérationnelle et/ou en construction de 21,0 GW aux Etats-Unis, en Europe et en Asie ;
- ERG (chiffre d'affaires 2023 : 740,7 M€ ; EBITDA 2023 : 529 M€) est un producteur italien d'énergie à partir de sources renouvelables (éolienne, solaire, hydro-électrique et thermoélectrique). La société dispose d'une capacité installée de 3,3 GW et est présente principalement en Europe ;
- Solaria Energía y Medio Ambiente (chiffre d'affaires 2023 : 230,1 M€ ; EBITDA 2023 : 199,9 M€) est une société espagnole spécialisée dans la production d'énergie solaire. Elle dispose d'une capacité de 3,2 GW en Europe et en Amérique latine ;
- Grenergy Renovables (chiffre d'affaires 2023 : 400,2 M€ ; EBITDA 2023 : 104,5 M€) est une société espagnole, spécialisée dans la conception, le développement, la construction, l'exploitation et la maintenance d'installations d'énergies renouvelables. La société dispose d'une capacité installée de 2,7 GW ;
- Enefit Green (chiffre d'affaires 2023 : 230,1 M€ ; EBITDA 2023 : 105,9 M€) est une entreprise estonienne spécialisée dans la production d'énergies renouvelables à partir de centrales éoliennes, solaires, hydrauliques et de la biomasse. La société dispose d'une capacité opérationnelle de 1,2 GW ;
- Boralex (chiffre d'affaires 2023⁴² : 681,2 M€ ; EBITDA 2023 : 369,2 M€) est une entreprise canadienne spécialisée dans le développement et l'exploitation d'énergies renouvelables. La société exploite des actifs éoliens, hydro-électriques, thermiques et solaires et dispose d'une capacité opérationnelle de 3,1 GW ;
- Clearway Energy⁴³ (chiffre d'affaires 2023 : 1.215,3 M€ ; EBITDA 2023 : 756,6 M€) est une entreprise américaine disposant de 8,5 GW de capacité opérationnelle et/ou en construction de projets éoliens, solaires et de production d'énergie à partir de gaz naturel, et principalement implantée aux Etats-Unis ;

⁴¹ Nous précisons que les EBITDA présentés ci-après sont ceux reportés dans les comptes annuels 2023 et ne sont pas retraités de la norme IFRS 16, contrairement à ceux retenus pour nos calculs de multiples.

⁴² Sur la base d'un taux de change moyen 2023 CADEUR de 0,685.

⁴³ Sur la base d'un taux de change moyen 2023 USDEUR de 0,925.

- Corporación Acciona Energías Renovables (« Acciona Energia ») (chiffre d'affaires 2023 : 3.547 M€ ; EBITDA 2023 : 1.285,0 M€) est une société espagnole consacrée au développement, à la construction, l'exploitation, et la maintenance de projets d'énergies renouvelables. La société exploite des centrales éoliennes *onshore*, des centrales photovoltaïques, thermiques, de biomasse, hydrauliques et des capacités de stockage et dispose de 15,1 GW de capacité opérationnelle et/ou en construction ;

Nous n'avons pas retenu Ørsted (chiffre d'affaires : 10.633,2 M€ ; EBITDA : 2.900,1 M€) qui est un acteur majeur des énergies renouvelables, mais dont la majorité du chiffre d'affaires provient de l'exploitation de parcs éoliens *offshore*, qui représente un segment de marché sur lequel n'opère pas Neoen.

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons retenu l'EBITDA comme agrégat de référence dans la mesure où celui-ci reflète le niveau de rentabilité des acteurs du secteur, et est communément utilisé par ces derniers dans leur communication financière ainsi que par les analystes qui suivent le secteur.

Il est précisé que nous avons retraité, le cas échéant, l'impact de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) sur les EBITDA prospectifs des sociétés de l'échantillon.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et les taux de marges d'EBITDA attendus en 2025E - 2026E par les analystes suivant les sociétés comparables retenues et Neoen.

Tableau 16 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBITDA attendus par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance CA (%)		Taux d'EBITDA	
				2025e	2026e	2025e	2026e
Neoen S.A.	France	524	8 999	40 %	17 %	79 %	79 %
Volta SA	France	495	2 634	17 %	15 %	43 %	44 %
EDP Renováveis, S.A.	Espagne	2 008	21 070	13 %	7 %	75 %	76 %
ERG S.p.A.	Italie	741	4 675	12 %	4 %	69 %	68 %
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	Espagne	230	2 134	11 %	29 %	83 %	80 %
Grenergy Renovables, S.A.	Espagne	400	1 456	84 %	(22)%	29 %	47 %
Enefit Green AS	Estonie	230	1 166	5 %	5 %	56 %	58 %
Boralex Inc.	Canada	681	4 473	3 %	12 %	76 %	74 %
Clearway Energy, Inc.	Etats-Unis	1 215	12 193	5 %	5 %	81 %	82 %
Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.	Espagne	3 989	10 346	(0)%	2 %	44 %	40 %
Moyenne (hors Neoen)		1 110	6 683	17%	6%	62%	63%
Médiane (hors Neoen)		681	4 473	11%	5%	69%	68%

Source : Capital IQ, au 03 décembre 2024

D'une manière générale, les sociétés de l'échantillon présentent des tailles et des niveaux de rentabilité hétérogènes.

Le taux de marge d'EBITDA de Neoen attendu par le consensus d'analystes apparaît supérieur à celui des comparables.

Les multiples d'EBITDA 2025E et 2026E des sociétés de l'échantillon se présentent comme suit :

Tableau 17 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	xEBITDA	
				2025e	2026e
Neoen S.A.	France	524	8 999	12,6x	10,7x
Voltaia SA	France	495	2 634	9,5x	8,1x
EDP Renováveis, S.A.	Espagne	2 008	21 070	10,4x	9,5x
ERG S.p.A.	Italie	741	4 675	7,8x	7,6x
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	Espagne	230	2 134	9,6x	7,8x
Grenergy Renovables, S.A.	Espagne	400	1 456	6,5x	5,1x
Enefit Green AS	Estonie	230	1 166	9,2x	8,5x
Boralex Inc.	Canada	681	4 473	9,4x	8,6x
Clearway Energy, Inc.	États-Unis	1 215	12 193	10,5x	9,8x
Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.	Espagne	3 989	10 346	7,4x	8,1x
Moyenne (hors Neoen)		1 110	6 683	8,9x	8,1x
Médiane (hors Neoen)		681	4 473	9,4x	8,1x

Note : Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Source : Capital IQ, au 3 décembre 2024

Nous avons appliqué les multiples moyens 2025E - 2026E de l'échantillon aux prévisions d'EBITDA ajusté des mêmes années issues de la trajectoire financière de Neoen (hors contribution des actifs du périmètre Victoria en cours de cession, dont la valeur d'entreprise est intégrée dans la dette nette ajustée).

En cohérence avec le calcul de l'endettement financier net ajusté de la Société (1.912 M€, avant IFRS 16 - cf.§7.3.2), nous avons, le cas échéant, retraité l'incidence de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) dans le calcul de l'endettement financier net et des EBITDA prospectifs des comparables.

L'application des multiples moyens aux agrégats 2025E et 2026E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 24,40€ et 25,04€ par action. Le Prix d'Offre (coupon détaché) extériorise des primes de 59,1% et 63,3% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette.

7.4.5 Transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons analysé les transactions intervenues sur les cinq dernières années précédant l'annonce de l'Offre, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%) et intégrant par conséquent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur. Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait notamment de différences de positionnement, de mix énergétique ou géographique, et de rentabilité. Pour ces raisons, nous présentons cette approche à titre secondaire.

Nous avons identifié les onze transactions suivantes pour lesquelles des informations⁴⁴ étaient disponibles :

- L'acquisition d'Encavis AG (chiffre d'affaires : 469,6 M€ ; EBITDA : 332,7 M€), société allemande, par KKR & Co Inc, clôturée le 18 juin 2024, sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 4,9 Mds€. À l'issue de l'offre publique d'achat le 4 décembre 2024, KKR détenait 87,73% du capital d'Encavis. KKR a annoncé le 6 décembre 2024 son intention de lancer une offre publique de retrait au même prix. Encavis dispose d'une capacité énergétique opérationnelle et/ou en construction de 3,5 GW composée de parcs solaires et éoliens ;
- Terna Energy (chiffre d'affaires : 327,8 M€ ; EBITDA : 177,8 M€) est une société grecque produisant de l'énergie à partir de sources d'énergies renouvelables. Masdar a annoncé avoir finalisé l'acquisition de 70% du capital de Terna Energy le 28 novembre 2024 à la suite de son offre publique d'achat. Le portefeuille de Terna Energy est constitué de 1,2 GW d'actifs en opération avec un objectif de 6 GW en opération en 2029 ;
- L'acquisition d'Enerfin (chiffre d'affaires : 193,8 M€ ; EBITDA : 125,0 M€), société espagnole, par Statkraft, clôturée le 23 mai 2024 sur la base d'une valeur d'entreprise de 1,8 Mds€. Cette acquisition permet à Statkraft de renforcer sa position de *leader* de la production d'énergies renouvelables en Europe en intégrant un portefeuille de 1,5 GW de projets éoliens et solaires en exploitation ou en construction ;
- L'acquisition d'OPDEnergy Holding SA (chiffre d'affaires : 111,8 M€ ; EBITDA : 95,6 M€), société espagnole, par Antin Infrastructure Partners SAS, clôturée le 22 mars 2024, sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 1,4 Mds€. À l'issue de l'offre publique d'achat, Antin Infrastructure Partners SAS détenait 100% du capital de la société. La cible dispose d'une capacité énergétique opérationnelle et/ou en construction de 1,9 GW composée de parcs solaires et éoliens ;
- L'acquisition de Greenvolt (chiffre d'affaires : 385,5 M€ ; EBITDA : 103,1 M€), société portugaise, par KKR sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 1,8 Md€. À l'issue de l'offre publique d'achat, KKR détenait 97,64% du capital de Greenvolt, et a ensuite mis en œuvre une procédure de retrait obligatoire. La société dispose d'un *pipeline* de projets d'énergie solaire, éolienne et de stockage de 9,3 GW et d'un portefeuille sécurisé de 3,6 GW comprenant 305 MW en opération ;
- L'acquisition de 82% de Tion Renewables AG (chiffre d'affaires : 34,1 M€ ; EBITDA : 19,8 M€), société allemande, par EQT AB, clôturée le 24 octobre 2023 sur la base d'une valeur d'entreprise de 303 M€. La cible est une entreprise allemande opérant dans le secteur des énergies renouvelables (éolienne et solaire) et dispose d'un portefeuille d'une capacité opérationnelle et en construction de 167 MW ;

⁴⁴ Les chiffres d'affaires et les EBITDA présentés sont ceux du dernier exercice fiscal avant la date de clôture de la transaction.

- L'acquisition de Reden Solar (EBITDA : 153,0 M€), société française, par un consortium mené par Macquarie Asset Management, clôturée le 6 juillet 2022 sur la base d'une valeur d'entreprise de 2,5 Mds€. La cible est une société d'énergie photovoltaïque présente en Europe et en Amérique latine avec un portefeuille en opération de 762 MW et un pipeline de 15 GW ;
- L'acquisition de Falck Renewables (chiffre d'affaires : 568,4 M€ ; EBITDA : 207,6 M€), société italienne, par The Infrastructure Investment Fund, clôturée le 18 mai 2022 sur la base d'une valeur d'entreprise de 3.381 M€. La cible construit et opère des centrales éoliennes, solaires et de biomasse et disposait d'une capacité opérationnelle et en construction de 1,5 GW à la date de la transaction ;
- L'acquisition de 97,33% du capital d'Eolia Renovables (EBITDA : 156,6 M€), société espagnole, par Engie et Crédit Agricole Assurances, clôturée le 31 mars 2022 sur la base d'une valeur d'entreprise de 2.055 M€. La cible est un *pure-player* espagnol des énergies renouvelables avec un portefeuille en exploitation de 0,9 GW et un *pipeline* de projets de 1,2 GW ;
- L'acquisition de Solarpack Corp Tecnologica SA (chiffre d'affaires : 149,1 M€ ; EBITDA : 65,4 M€), société espagnole, par EQT Partners AB, clôturée le 25 novembre 2021 sur la base d'une valeur d'entreprise de 1.272 M€. La cible est un *pure-player* des énergies solaires disposant d'une capacité opérationnelle et en construction de 1 GW ;
- L'acquisition de Sirocco Wind Holding AB (chiffre d'affaires : 29,1 M€ ; EBITDA : 22,0 M€), société suédoise, par Renewables Infrastructure Group Ltd, clôturée le 31 mars 2019 sur la base d'une valeur d'entreprise de 359 M€. La cible est l'opérateur d'une ferme éolienne *onshore* d'une capacité de 213 MW en Suède.

Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables sont présentés ci-après :

Tableau 18 - Transactions comparables retenues sur les six dernières années précédant l'annonce de l'Offre

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xEBITDA
déc.-24	Encavis AG	Allemagne	KKR & Co Inc; Viessmann Group GmbH & Co KG	88 %	4 899	14,7x
nov.-24	Terna Energy	Grèce	Masdar	70 %	3 200	16,5x
mai-24	Enerfin	Espagne	Statkraft	100 %	1 800	14,4x
mars-24	OPDEnergy Holding SA	Espagne	Antin Infrastructure Partners SAS	100 %	1 416	15,5x
avr.-24	Greenvolt	Portugal	KKR	100 %	1 160	15,1x
oct.-23	Tion Renewables AG	Allemagne	EQT AB	82 %	303	14,2x
juil.-22	Reden Solar	France	Consortium mené par Macquarie	100 %	2 500	18,0x
mai-22	Falck Renewables	Italie	The Infrastructure Investments Fund	100 %	3 381	20,4x
mars-22	Eolia	Espagne	Engie, Crédit Agricole Assurances	97 %	2 055	13,1x
nov.-21	Solarpack Corp Tecnologica SA	Espagne	EQT Partners AB	100 %	1 272	21,7x
mars-19	Sirocco Wind Holding AB	Suède	Renewables Infrastructure Group Ltd	100 %	359	16,4x
Moyenne					1 745	16,4x
Médiane					1 608	15,5x

Sources : MergerMarket, Capital IQ, données publiques

Pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers (cf. §7.4.4), nous retenons l'EBITDA comme agrégat de référence. Il est à noter que les multiples d'EBITDA ont été déterminés sur la base des agrégats post-IFRS 16, dès lors que nous ne disposons pas de l'information nécessaire pour retraiter les effets de cette norme.

La moyenne des multiples d'EBITDA extériorisés par l'échantillon de transactions s'établit à 16,4x. Nous avons appliqué ce multiple moyen aux EBITDA ajustés 2023 et LTM⁴⁵ au 30 juin 2024 post-IFRS 16 de la Société, retraités de la contribution historique des actifs du périmètre Victoria en cours de cession (dont la valeur d'entreprise est intégrée dans la dette nette ajustée).

Sur ces bases, et en cohérence avec la dette nette ajustée du Groupe Neoen post-IFRS 16 (soit 2.293 M€, en ce compris la dette IFRS 16 de 381 M€), la valeur par action de Neoen s'établit dans une fourchette de 27,92 € à 29,77 €. Le prix d'Offre (coupon détaché) extériorise une prime de respectivement 33,9% et 42,7%.

7.4.6 Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas, en tant que telle, une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

La société Neoen fait l'objet d'un suivi régulier de la part de 16 analystes⁴⁶ qui communiquent de façon plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

⁴⁵ *Last Twelve Months.*

⁴⁶ Barclays, Berenberg, CIC Market Solutions, Citigroup, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan, Kempen, Kepler Cheuvreux, Mediobanca, Morgan Stanley, Oddo BHF, Portzamparc, Société Générale, Stifel et Morningstar.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 30 mai 2024).

Tableau 19 - Derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de Brookfield

Date	Analyste	Prix cible (€)	Prime extériorisée par le prix d'Offre de 39,85€	Opinion
22/05/2024	Berenberg	34,00	+ 17,2 %	Neutre
09/05/2024	HSBC	28,00	+ 42,3 %	Neutre
07/05/2024	Morgan Stanley	30,00	+ 32,8 %	Neutre
03/05/2024	ODDO BHF	35,50	+ 12,3 %	Superformance
03/05/2024	Mediobanca	28,00	+ 42,3 %	Neutre
02/05/2024	Stifel	35,00	+ 13,9 %	Achat
02/05/2024	Bernstein / SG	26,20	+ 52,1 %	Neutral
02/05/2024	Barclays	32,00	+ 24,5 %	Surpondéré
02/05/2024	J.P Morgan	28,50	+ 39,8 %	Neutre
02/05/2024	Deutsche Bank	30,00	+ 32,8 %	Neutre
02/05/2024	Portzamparc BNPP	30,80	+ 29,4 %	Renforcer
02/05/2024	CIC Market Solutions	34,00	+ 17,2 %	Achat
02/05/2024	Kepler Cheuvreux	38,00	+ 4,9 %	Achat
08/04/2024	Morningstar	31,50	+ 26,5 %	Neutre
29/03/2024	Citi	27,40	+ 45,4 %	Neutre
29/02/2024	Kempen	30,00	+ 32,8 %	Neutre
Moyenne		31,18	+ 27,8 %	
Médiane		30,40	+ 31,1 %	
<i>Min</i>		<i>26,20</i>	<i>+ 52,1 %</i>	
<i>Max</i>		<i>38,00</i>	<i>+ 4,9 %</i>	

Sources : Notes d'analystes, Capital IQ

Les derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre sont compris entre 26,20 € et 38,00 €, avec une moyenne de 31,18 €.

Le prix d'Offre de 40,0€ par action Neoen (coupon attaché) extériorise une prime de +28,3% sur la moyenne des objectifs de cours. Nous avons relevé les principaux commentaires suivants dans les dernières notes publiées avant l'annonce de l'Offre :

- Dans sa note du 9 mai 2024, HSBC porte son objectif de cours à 28,00 € et indique notamment que Neoen examine plusieurs options de financement pour sa croissance post-2025, dont l'hypothèse de la cession d'une part minoritaire de son périmètre opérationnel australien mentionnée par Bloomberg le 28 mars 2024 (cf. §7.4.2) ;
- Dans sa note du 2 mai 2024, Stifel maintient sa recommandation « à l'achat » et son objectif de cours à 35,00 € après la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2024. L'analyste explique que la cession potentielle de 30% du périmètre australien permettrait, selon lui, le financement d'une capacité opérationnelle de 20 GW à horizon 2030 sans nouvelle levée de capital ;
- Dans sa note du 2 mai 2024, Bernstein (Société Générale) publie un objectif de cours à 26,20 € (« neutre »). L'analyste indique qu'il existe une « *flexibilité de l'objectif de 20 GW d'ici à 2030. Il s'agit d'une ambition et non d'une obligation. Pour atteindre l'objectif de 20 GW, Neoen aurait besoin de capitaux supplémentaires, par le biais d'augmentations de capital ou d'autres sources de capitaux* » ;

- Dans sa note du 8 avril 2024, Morningstar porte son objectif de cours à 31,50 € (contre 26,50 €). L'analyste mentionne notamment que les promoteurs de projets d'énergies renouvelables souffrent d'une sous-évaluation qui stimule les projets d'acquisitions, à l'instar de l'offre publique lancée par KKR sur l'allemand Encavis ;
- Dans sa note du 29 mars 2024, Citi porte son objectif de cours à 27,40 € (« neutre ») et mentionne la rumeur concernant la cession de 30% du périmètre australien du Groupe, qui permettrait, selon l'analyste, le financement du développement de la capacité énergétique de la Société à horizon 2030 tout en limitant l'impact dilutif lié à une éventuelle augmentation de capital.

Réactions des analystes post-annonce de l'Offre

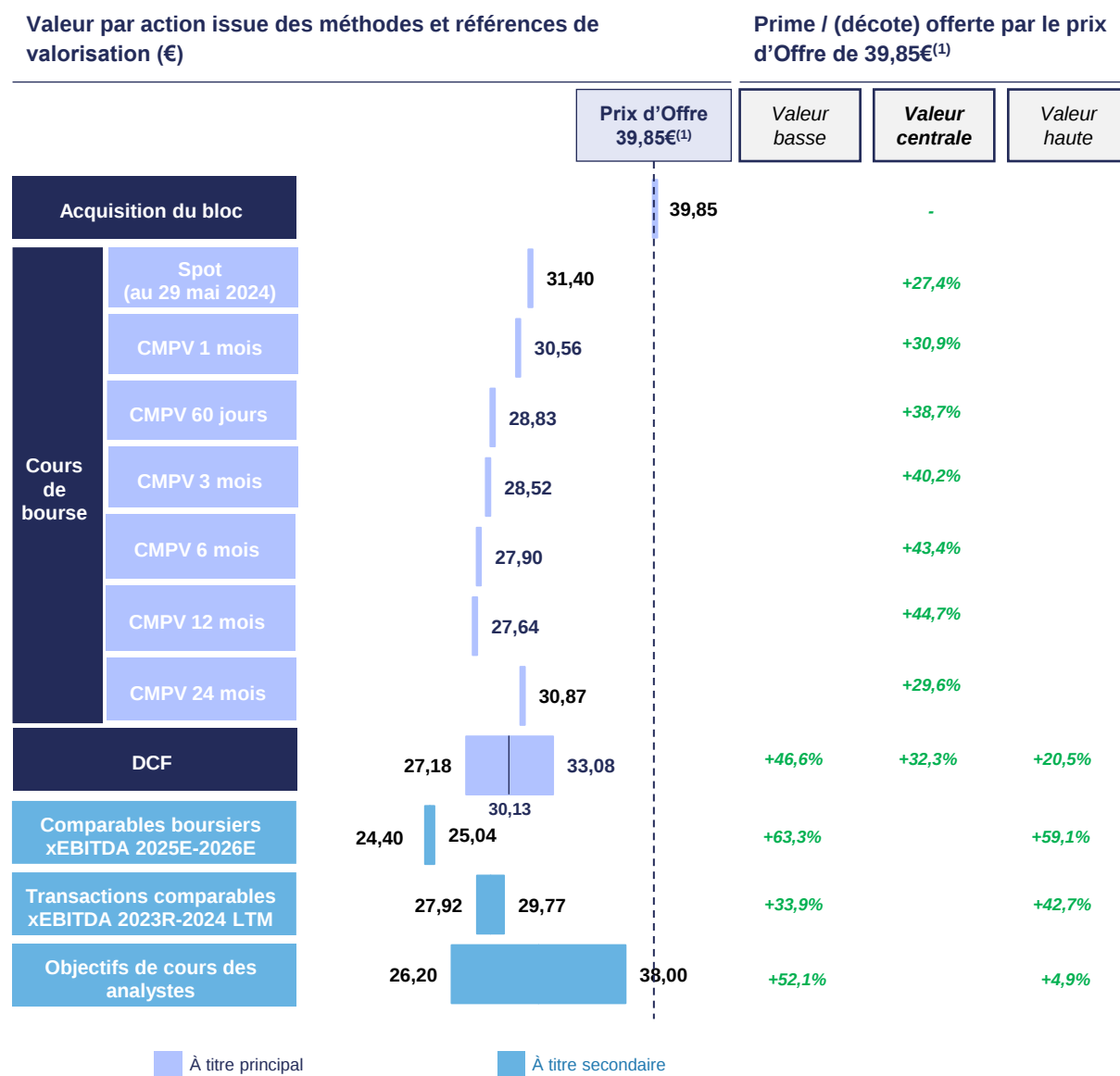
Plusieurs analystes ont publié postérieurement à l'annonce de l'Offre afin de donner leur vision sur cette dernière. Les principaux commentaires sont les suivants :

- JP Morgan et Morgan Stanley n'ont pas ajusté leurs objectifs de cours de respectivement 28,50 € et 30,0 € au prix de l'Offre, mais considèrent que cette dernière est « *attrayante* » (JP Morgan, note du 30 mai 2024) et attendent « une réaction fortement positive de l'action Neoen » (Morgan Stanley, note du 30 mai 2024) ;
- Kepler Cheuvreux (note du 4 juin 2024) considère que « l'offre est faite à une juste valorisation, largement en ligne avec notre objectif de cours avant l'annonce (38 EUR) ».
- HSBC estime notamment « qu'il est très probable que l'offre aboutisse au regard de la prime élevée et du support du conseil d'administration » (HSBC, note du 31 mai 2024).

7.5 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation retenues :

Figure 16 - Synthèse des valeurs par action Neoen



⁽¹⁾ Note : Les primes indiquées s'entendent par rapport au prix d'Offre de 40,0 € (coupon attaché) pour la référence au cours de bourse qui n'intègre pas le détachement du dividende de 0,15 € au titre de l'exercice 2023, intervenu le 11 juin 2024. Pour le DCF, les méthodes analogiques et les objectifs de cours des analystes, ces primes et décotes s'entendent par rapport au prix d'Offre coupon détaché (de 0,15 €) soit par rapport au prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen.

Source : analyses Finexsi

8 Evaluation des OCEANes émises par la société Neoen

Neoen a réalisé, le 2 juin 2020, une émission d'obligations vertes à option de conversion et/ou échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après « OCEANes 2020⁴⁷ ») pour un montant de 170 M€ à un taux annuel de 2,0% et d'une maturité de 5 ans (venant à échéance le 2 juin 2025).

Le 14 septembre 2022, le Groupe a réalisé une nouvelle émission d'OCEANes (ci-après « OCEANes 2022⁴⁸ ») pour un montant de 300 M€ à un taux annuel de 2,875% avec une maturité de 5 ans (venant à échéance le 14 septembre 2027).

Nous rappelons ci-après les principales caractéristiques des OCEANes 2020 et 2022 telles qu'elles ressortent des termes et conditions (T&C) des OCEANes en date du 2 juin 2020 et du 14 septembre 2022 respectivement, auxquels il convient de se référer :

⁴⁷ Code ISIN Euronext : FR0013515707.

⁴⁸ Code ISIN Euronext : FR001400CMS2.

Tableau 20 - Rappel des principales caractéristiques des OCEANES 2020

Principales caractéristiques des OCEANES 2020	
Date d'émission	02/06/2020
Montant nominal (M€)	170
Nombre d'OCEANE (unité)	3 679 653
Nominal (€ par OCEANE)	46,20 €
Prix d'émission (€ par OCEANE)	46,20 €
Statut	Senior, non garanti
Coupon (%)	2% (payable semestriellement)
Date de maturité (5 années)	02/06/2025
Parité initiale	1,000
Parité en vigueur (depuis le 11 juin 2024)	1,176
Prime de conversion initiale (%)	40%
Ajustement des dividendes	Ajustement de la parité en cas de versement de dividendes
Remboursement anticipé à la main de Neoen	Possible à partir du 23 juin 2023, sous réserve d'un cours de bourse supérieur à 130% du nominal. Egalement possible de rembourser toutes les obligations en circulation si le nombre total d'obligations en circulation est inférieur à 15% du nombre d'obligations émises.
Remboursement anticipé à la main du porteur	Dans le cas d'un changement de contrôle, d'un événement impactant le flottant ou une sortie de cotation de Neoen, à condition de rembourser la totalité des obligations et non une partie seulement.
Prix de remboursement anticipé	Valeur nominale majorée des intérêts courus depuis (et y compris) la date de paiement des intérêts précédant immédiatement la date de remboursement anticipé.

Source : Termes et conditions des OCEANES 2020

Tableau 21 - Rappel des principales caractéristiques des OCEANES 2022

Principales caractéristiques des OCEANES 2022	
Date d'émission	14/09/2022
Montant nominal (M€)	300
Nombre d'OCEANE (unité)	3 000
Nominal (€ par OCEANE)	100 000,00 €
Prix d'émission (€ par OCEANE)	100 000,00 €
Statut	Senior, non garanti
Coupon (%)	2,875% (payable semestriellement)
Date de maturité (5 années)	14/09/2027
Parité initiale	1 941,7513
Parité en vigueur (depuis le 11 juin 2024)	2 118,0805
Prime de conversion initiale (%)	35%
Ajustement des dividendes	Ajustement de la parité en cas de versement de dividendes
Remboursement anticipé à la main de Neoen	Possible à partir du 05 octobre 2025, sous réserve d'un cours de bourse supérieur à 130% du nominal, et dès lors que 80% ou plus des OCEANES initialement émises ont été converties, et/ou remboursées et/ou rachetées par Neoen
Remboursement anticipé à la main du porteur	Dans le cas d'un changement de contrôle, d'un événement impactant le flottant ou une sortie de cotation de Neoen, à condition de rembourser la totalité des obligations et non une partie seulement
Prix de remboursement anticipé	Valeur nominale majorée des intérêts courus depuis (et y compris) la date de paiement des intérêts précédant immédiatement la date de remboursement anticipé.

Source : Termes et conditions des OCEANES 2022

L'Offre initiée par Brookfield vise la totalité des actions de la Société au prix de 39,85 € par action (coupon détaché) ainsi que la totalité des OCEANES 2020 au prix de 48,14 € par OCEANE et des OCEANES 2022 au prix de 105.000⁴⁹ € par OCEANE.

⁴⁹ Pour rappel, coupon attaché. Le prix de l'Offre par OCEANE 2022 est de 103.562,50 € coupon détaché, le montant du coupon étant de 1.437,50 €.

Dès lors, conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère des OCEANEs dont les résultats sont exposés ci-après.

8.1 Méthodes d'évaluation retenues

Pour les OCEANEs 2020 et 2022, nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La valeur contractuelle de conversion ajustée, correspondant à la valeur induite par le prix d'Offre selon les termes et conditions des OCEANEs ;
- La référence à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle ;
- L'analyse du cours de bourse des OCEANEs 2020 et 2022 ;
- La valeur intrinsèque selon un modèle optionnel (Black & Scholes) en retenant une valeur de l'action Neoen avant annonce de l'Offre.

Nous présentons également à titre d'information :

- La valeur intrinsèque selon un modèle optionnel (Black & Scholes) en retenant une valeur de l'action Neoen correspondant au prix d'Offre de 39,85 € (coupon détaché).

8.2 Mise en œuvre de la valorisation des OCEANEs 2020 et 2022 de Neoen

8.2.1 La valeur contractuelle de conversion ajustée du Prix d'Offre

Les termes et conditions des OCEANEs 2020 et 2022 fixent la formule⁵⁰ d'ajustement du ratio de conversion en cas d'offre publique sur les actions Neoen afin de tenir compte du prix d'Offre de ces dernières. Nous avons donc retenu cette méthode à titre principal, compte tenu de la présente Offre.

Les ratios de conversion des OCEANEs 2020 et 2022 s'établissent respectivement à 1,176 et 2.118,0805 depuis le versement du dividende au titre de l'exercice 2023, le 11 juin 2024.

Nous calculons ci-après les nouveaux ratios de conversion résultant de l'Offre, conformément aux modalités des termes et conditions des OCEANEs 2020 et 2022 ainsi que les valeurs de conversion ajustées qui en découlent, en faisant l'hypothèse d'une date d'ouverture de l'Offre le 13 février 2025.

⁵⁰ NCER = CER x (1+ICEP x (c/t)).

Tableau 22 - Calcul de la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique selon les termes et conditions des OCEANES 2020

NCER = CER x (1+ ICEP x (c/t))		
CER	Ratio de conversion en vigueur avant l'Offre	1,1760
ICEP	Prime de conversion initiale	40,00%
c	Nombre de jours entre l'ouverture de l'Offre et la date de maturité des OCEANES	109
	<i>Date d'ouverture de l'offre publique</i>	<i>13/02/2025</i>
	<i>Date de maturité des OCEANES</i>	<i>02/06/2025</i>
t	Nombre de jours entre la date d'émission et la date de maturité des OCEANES	1826
	<i>Date d'émission des OCEANES</i>	<i>02/06/2020</i>
	<i>Date de maturité des OCEANES</i>	<i>02/06/2025</i>
NCER	Nouveau ratio de conversion (arrondi à 3 décimales selon les T&C)	1,204
	Prix d'Offre par action (€)	39,85 €
	Valeur contractuelle de conversion ajustée	47,98 €
	Prix d'Offre par OCEANE 2020 (€)	48,14 €

Source : Termes et conditions des OCEANES et analyses Finexsi

Tableau 23 - Calcul de la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique selon les termes et conditions des OCEANES 2022

NCER = CER x (1+ ICEP x (c/t))		
CER	Ratio de conversion en vigueur avant l'Offre	2 118,0805
ICEP	Prime de conversion initiale	35,00%
c	Nombre de jours entre l'ouverture de l'Offre et la date de maturité des OCEANES	943
	<i>Date d'ouverture de l'offre publique</i>	<i>13/02/2025</i>
	<i>Date de maturité des OCEANES</i>	<i>14/09/2027</i>
t	Nombre de jours entre la date d'émission et la date de maturité des OCEANES	1826
	<i>Date d'émission des OCEANES</i>	<i>14/09/2022</i>
	<i>Date de maturité des OCEANES</i>	<i>14/09/2027</i>
NCER	Nouveau ratio de conversion (arrondi à 3 décimales selon les T&C)	2 500,924
	Prix d'Offre par action (€)	39,85 €
	Valeur contractuelle de conversion ajustée	99 662 €
	Prix d'Offre par OCEANE 2022 (€)	105 000 €

Source : Termes et conditions des OCEANES et analyses Finexsi

La prime de conversion, exprimée en pourcentage, correspond à l'écart entre la valeur nominale unitaire des OCEANES et le cours de référence de l'action de la Société au moment de leur émission. Cette prime était de 40 % pour les OCEANES 2020 et de 35 % pour celles de 2022. En cas d'offre publique, l'ajustement du ratio de conversion des OCEANES (qui dépend de la prime de conversion initiale et de la maturité résiduelle) permet d'indemniser à un niveau préétabli la perte de valeur liée au temps pour les porteurs d'OCEANES en cours de vie de l'instrument.

Compte tenu du prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen et du nouveau ratio de conversion calculé s'élevant à 1,204 (arrondi à trois décimales selon les termes et conditions) pour les OCEANES 2020 et à 2.500,924 pour les OCEANES 2022, les valeurs contractuelles de conversion ajustées s'établissent respectivement à 47,98 € et à 99.662 €. L'application du ratio de conversion ajusté au prix d'Offre permet d'assurer l'égalité de traitement avec les actionnaires.

Sur ces bases, le prix d'Offre des OCEANES 2020 extériorise une prime de +0,3% par rapport à la valeur contractuelle de conversion ajustée.

Le prix d'Offre de 105.000 € par OCEANE 2022 extériorise, pour sa part, une prime de +5,4% par rapport à la valeur contractuelle de conversion ajustée.

8.2.2 Clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

La réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur sera constitutive d'un changement de contrôle de la Société selon les termes et conditions des OCEANES 2020 et 2022.

En cas de survenance d'un changement de contrôle, tout porteur d'OCEANES 2020 et 2022 pourra, à son gré, demander à la Société le remboursement anticipé en numéraire de la totalité des OCEANES 2020 et/ou 2022 qu'il détient, au pair majoré des intérêts courus depuis (et y compris) la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à (et à l'exclusion de) la date de remboursement optionnel concernée. Sur la base des informations transmises par l'Initiateur il est fait l'hypothèse qu'en cas d'ouverture de l'Offre le 13 février 2025, la date de remboursement anticipé interviendra au plus tard le 7 mars 2025 (le coupon étant inclus jusqu'au 6 mars 2025).

Le prix de ce remboursement anticipé au 7 mars 2025 serait de 46,44 € pour l'OCEANE 2020 (sur la base d'une valeur nominale de 46,20 € majorée des intérêts courus de 0,24 €) et de 101.382 € pour l'OCEANE 2022 (sur la base d'une valeur nominale de 100.000€ majorée des intérêts courus de 1.382 €).

Sur ces bases, le prix d'Offre :

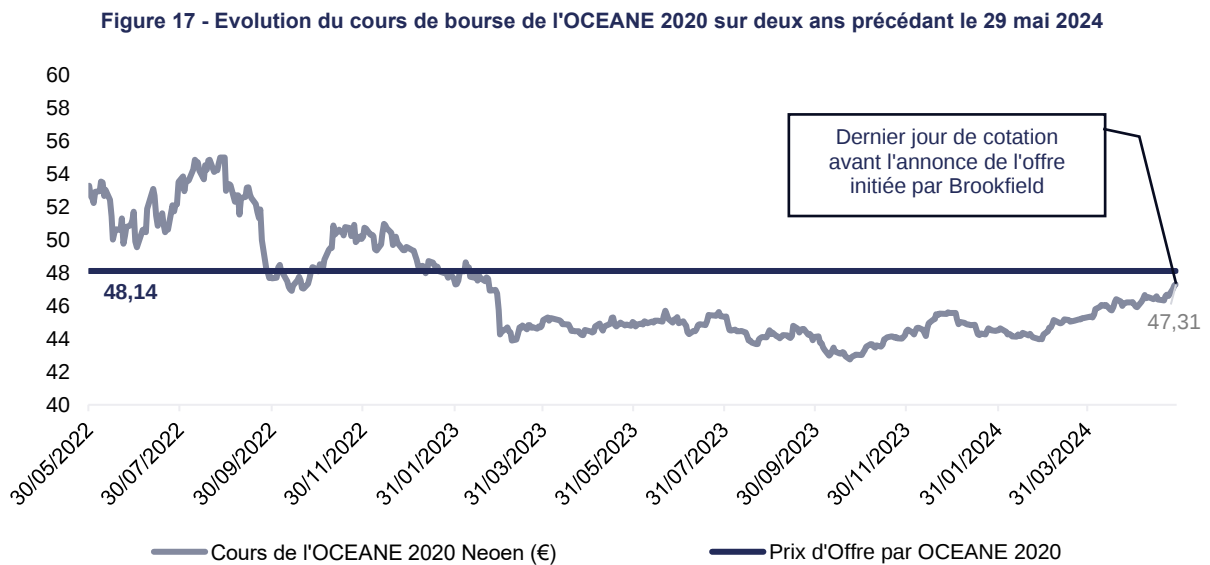
- Extériorise une prime de +3,7% par rapport au prix de remboursement anticipé des OCEANES 2020 de 46,44 € ;
- Extériorise une prime de +3,6% par rapport au prix de remboursement anticipé des OCEANES 2022 de 101.382 €.

8.2.3 La référence au cours de bourse des OCEANES

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

Les OCEANES 2020 et 2022 sont cotées sur le marché Euronext Access à Paris sous les codes ISIN FR0013515707 et FR001400CMS2.

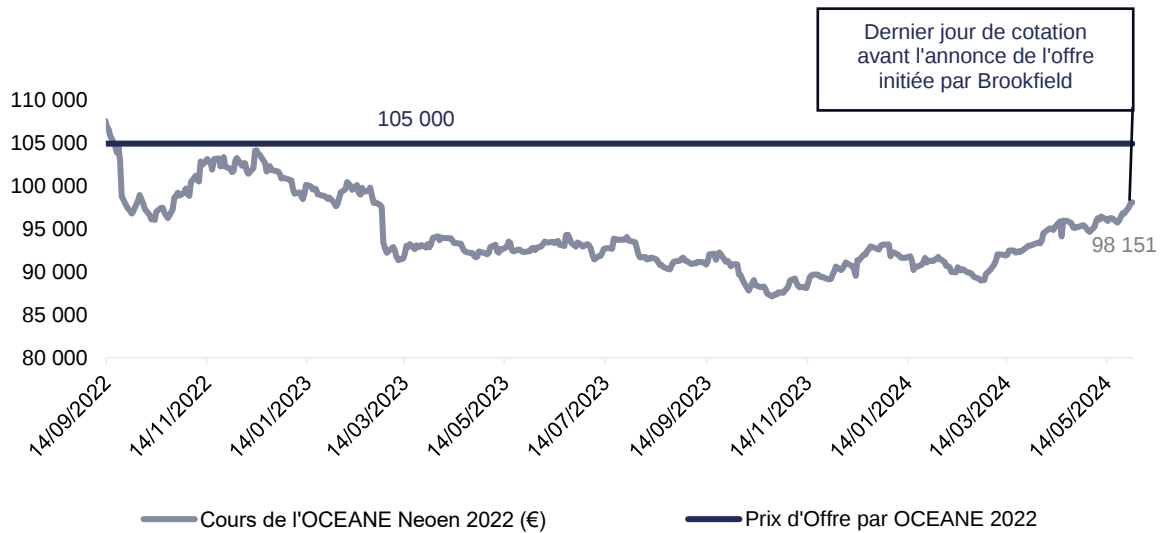
Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de l'OCEANE 2020 sur une période de deux ans précédant l'annonce de l'Offre, *i.e.* du 29 mai 2022 au 29 mai 2024 :



Source : Capital IQ, analyses Finexsi

S'agissant des OCEANES 2022, nous avons analysé l'évolution du cours de bourse depuis leur date d'émission, soit entre le 14 septembre 2022 et le 29 mai 2024.

Figure 18 - Evolution du cours de bourse de l'OCEANE 2022 entre le 14 septembre 2022 et le 29 mai 2024 (hors intérêts courus)



Source : Capital IQ, analyses Finexsi

Nous relevons que l'OCEANE 2022 était cotée « pied de coupon »⁵¹, c'est-à-dire sans intégrer les intérêts courus. Ceux-ci ont été réintégrés dans les analyses présentées ci-après. Depuis le 6 janvier 2025, la cotation sur Euronext Access Paris a été ajustée et intègre désormais le coupon couru.

Avant l'annonce de l'Offre (i.e. à la clôture du 29 mai 2024), les OCEANES 2020 s'échangeaient à 47,31 € soit à 102,40% du pair et les OCEANES 2022 s'échangeaient à 98.151 € (pied de coupon) soit 98.763 € incluant les intérêts courus correspondant à 98,76% du pair.

Il est précisé que les volumes échangés sur le marché ne sont pas disponibles sur nos bases de données, dans la mesure où les transactions sur le marché secondaire sont principalement réalisées de gré à gré (OTC). Nous ne sommes par conséquent pas en mesure d'apprécier les volumes échangés sur les OCEANES 2020 et 2022.

⁵¹ Ce n'est pas le cas de l'OCEANE 2020.

Les cours de bourse moyens respectifs des OCEANES 2020 et 2022, au cours des 24 et 21 derniers mois (intérêts courus inclus) sont présentés ci-après :

Tableau 24 - Analyse des moyennes du cours de bourse de l'OCEANE 2020 jusqu'au 29 mai 2024 (intérêts courus inclus)

Période	en €/OCEANE 2020	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 48,14€
Spot (29/5/2024)	47,31	+1,8 %
Moyenne 1 mois	46,52	+3,5 %
Moyenne 60 jours	45,87	+4,9 %
Moyenne 3 mois	45,82	+5,1 %
Moyenne 6 mois	45,21	+6,5 %
Moyenne 12 mois	44,75	+7,6 %
Moyenne 24 mois	46,65	+3,2 %
Plus haut 24 mois (26/08/2022)	55,03	(12,5)%
Plus bas 24 mois (23/10/2023)	42,77	+12,6 %

Source : Capital IQ

Tableau 25 - Analyse des moyennes du cours de bourse de l'OCEANE 2022 jusqu'au 29 mai 2024 (intérêts courus inclus)

Période	en €/OCEANE 2022	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 105.000€
Spot (29/5/2024)	98 753	+6,3 %
Moyenne 1 mois	96 775	+8,5 %
Moyenne 60 jours	95 002	+10,5 %
Moyenne 3 mois	94 838	+10,7 %
Moyenne 6 mois	93 415	+12,4 %
Moyenne 12 mois	92 621	+13,4 %
Moyenne 21 mois	94 972	+10,6 %
Plus haut 21 mois (14/12/2022)	104 888	+0,1 %
Plus bas 21 mois (23/10/2023)	87 842	+19,5 %

Source : Capital IQ

Sur la base du cours *spot* au 29 mai 2024 (dernier jour de cotation avant annonce de l'Offre), et du cours moyen 60 jours, le prix d'Offre des OCEANES 2020 extériorise une prime de respectivement 1,8% et 4,9%.

Sur la base du cours *spot* au 29 mai 2024 et du cours moyen 60 jours, le prix d'Offre des OCEANES 2022 extériorise une prime de respectivement +6,3% et +10,5%.

8.2.4 La valeur intrinsèque

Nous avons évalué la valeur de chaque OCEANE au travers de leur composante obligataire (*i.e.* la valeur d'une obligation sèche de mêmes caractéristiques) et de la valeur attribuable à l'option de conversion dont bénéficie le titulaire :

- Concernant la composante obligataire (ou plancher actuariel⁵²) des OCEANES 2020, nous l'avons évaluée sur la base de la valeur nominale de 46,20 €, d'un coupon annuel de 2,0% et d'un *spread* de crédit⁵³ de 124bps. Pour les OCEANES 2022, nous l'avons évaluée sur la base de la valeur nominale de 100.000,00€, d'un coupon annuel de 2,875% et d'un *spread* de crédit que nous avons dans un premier temps également retenu à 124 bps, et que nous avons dû reconsidérer consécutivement aux remarques de porteurs d'OCEANES et d'analyses complémentaires que nous avons menées.

Dans le cadre de son examen du rapport des Etablissements Présentateurs qui retiennent un *spread* de crédit de 350 bps, un investisseur relève que ce *spread* devrait se situer entre 200 bps et 250 bps pour les OCEANES 2022 (cf. §11.2). Un autre investisseur, qui nous a contacté en octobre et décembre 2024 (cf. §11.1) avant l'émission de notre attestation d'équité, retient un *spread* de crédit de 275 bps pour ces mêmes OCEANES 2022.

Par ailleurs, il apparaît nécessaire de tenir compte de la maturité plus longue des OCEANES 2022 par rapport aux OCEANES 2020, ce qui doit se traduire par un *spread* plus élevé. Nous relevons également que ce niveau de *spread* n'est pas remis en cause par l'analyse des financements récemment mis en place par la Société.

Sur ces bases, nous avons considéré *in fine* qu'un *spread* de crédit de 250 bps, qui s'inscrit dans la fourchette de *spread* observés sur des émissions comparables, devrait être retenu pour l'OCEANE 2022. C'est cette hypothèse que nous retiendrons pour nos analyses comme la plus robuste.

S'agissant de l'OCEANE 2020, nous conservons l'hypothèse de 124 bps compte tenu d'une maturité plus faible que celle des OCEANES 2022, étant toutefois observé que ce niveau se situe en dessous de l'hypothèse retenue par le porteur d'OCEANE qui nous a contacté en octobre et décembre 2024 (150 bps).

⁵² Le plancher actuariel d'une obligation convertible représente sa valeur minimale nue, hors droit de conversion.

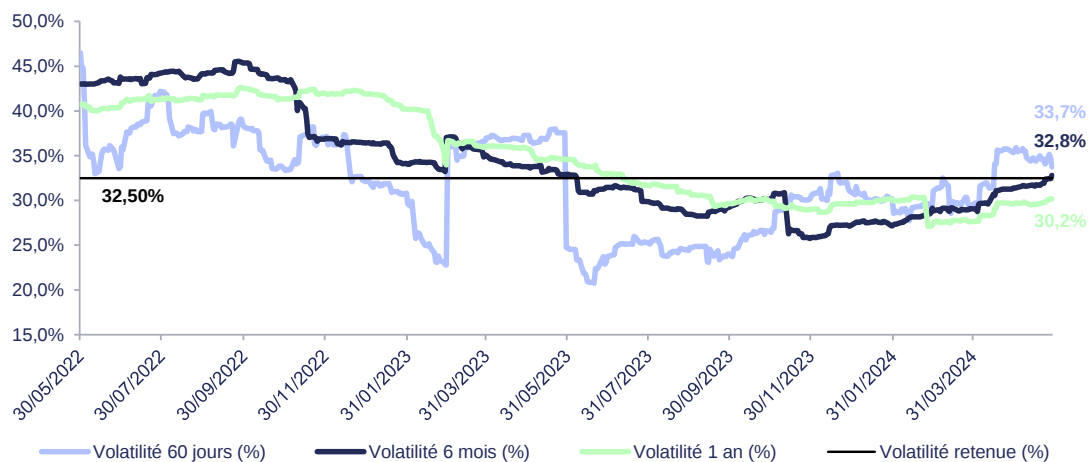
⁵³ Neoen n'ayant pas d'autres obligations cotées, nous avons examiné les *spread* de crédit observés sur les sociétés suivantes : Volitalia, ERG, Clearway Energie et Acciona Energias (qui ont été retenues dans notre échantillon de sociétés comparables). Sur ces bases, nous calculons au moment de l'émission de chacune des obligations des moyennes de *spread* de crédit comprises entre 124 bps et 130 bps sur des périodes de 6 mois à 2 ans. Dès lors, nous retenons pour la mise en œuvre du modèle de Black & Scholes un *spread* de crédit de 124 bps pour les OCEANES 2020, correspondant à la fourchette basse. En complément, nous observons que les indications de *spread* à l'émission données par Capital IQ se situent dans une fourchette de 126 bps à 297 bps.

- La composante optionnelle à la main du porteur est calculée selon un modèle Black & Scholes. Nous rappelons également que les termes et conditions (cf. Tableau 20 et Tableau 21) des OCEANES 2020 et 2022 stipulent que Neoen a la possibilité de rembourser les OCEANES de manière anticipée en cas de i) progression supérieure à 130% du nominal, ou si ii) le nombre total d'obligations en circulation est inférieur à 15% pour les OCEANES 2020 et à 20% pour les OCEANES 2022, du nombre total d'obligations émises. Cette possibilité offerte à Neoen s'apparente à une option dont la valeur doit être réduite de la composante optionnelle des OCEANES au bénéfice du porteur. Dès lors, la composante optionnelle est calculée par différence entre, d'une part, la valeur de l'option de conversion à l'initiative du porteur, et d'autre part, la valeur de l'option issue de la clause de remboursement anticipé à l'initiative de Neoen.

La valeur intrinsèque des OCEANES a été déterminée en tenant compte des paramètres des OCEANES et des données de marché avant l'annonce de l'Offre (*i.e.* au 29 mai 2024), à l'exception du taux sans risque qui reflète les conditions de marché à fin novembre 2024 (date à laquelle nous avons arrêté les paramètres de marché des taux d'actualisation utilisés pour l'évaluation de l'action Neoen ci-avant) et du *spread* de crédit.

S'agissant de la volatilité du sous-jacent action, nous l'avons analysée sur des périodes de 60 jours, 6 mois et 1 an, sur les deux années précédant l'annonce de l'Offre (*i.e.* avant le 29 mai 2024) :

Figure 19 - Volatilité 60 jours, 6 mois et 1 an de l'action Neoen sur une période de deux ans précédant l'annonce de l'Offre (%)



Source : Capital IQ, analyses Finexsi

Selon les analyses réalisées, la volatilité 60 jours s'établit en moyenne à 31,9%, contre 34,3% en moyenne pour la volatilité 6 mois et 35,1% en moyenne pour la volatilité 1 an. Au 29 mai 2024, les volatilités *Spot* s'établissent respectivement à 33,7%, 32,8% et 30,2%.

Nous avons donc retenu une volatilité de 32,5%, qui se situe dans la fourchette de nos analyses.

Notre modèle Black & Scholes a été mis en œuvre à titre principal sur la base du dernier cours de bourse de Neoen avant l'annonce de l'Offre (soit 31,40 €). Cette référence nous semble la plus appropriée dans la mesure où il s'agit du dernier cours de bourse non affecté par l'annonce de l'Offre, de façon analogue et en cohérence avec les analyses menées sur l'action Neoen. Nous relevons par ailleurs que ce cours de bourse s'inscrit dans le haut de notre fourchette de valeurs DCF.

A titre d'information uniquement, nous avons également mis en œuvre cette approche sur la base du prix d'Offre de 39,85 €. Nous considérons toutefois que cette référence est critiquable pour les raisons suivantes :

- Il convient de se référer à des paramètres non affectés par le prix d'Offre afin de refléter la situation des porteurs d'OCEANES avant l'annonce de l'Offre, dans laquelle il convient de se replacer pour apprécier les prix proposés en « *stand alone* », comme nous le faisons pour apprécier le prix d'Offre des actions ;
- La volatilité de l'action, qui est une mesure de l'amplitude des variations attendues de la rentabilité du sous-jacent sur une période donnée, devrait être considérablement réduite (et par conséquent sensiblement inférieure à celle observée avant l'annonce de l'Offre autour de 32,5%), traduisant le fait que l'action aurait atteint plus que son plein potentiel de valeur en *stand alone* sur la durée de vie restante (la probabilité que la rentabilité de l'action varie fortement s'en trouvant fortement réduite à ce niveau de prix), comme le démontre notre évaluation multicritère de Neoen, impactant ainsi négativement la valeur optionnelle. Cependant, le niveau de volatilité correspondant à cette situation ne pouvant pas être appréhendé, nous avons maintenu par défaut le niveau de 32,5% pour les calculs, ce qui a pour conséquence mécanique de surévaluer la valeur des OCEANES.

Dans ces conditions, nous communiquons à titre informatif le résultat de ce calcul qui présente des limites méthodologiques sérieuses et des paramètres qui sont de nature à surévaluer la valeur des OCEANES.

Les principales hypothèses retenues pour le calcul de la valeur intrinsèque des OCEANes selon le modèle de Black & Scholes sont les suivantes :

Tableau 26 - Principales hypothèses retenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche intrinsèque pour les OCEANes 2020

PARAMETRES		COMMENTAIRES	VALEUR RETENUE
Composante obligataire	Nominal	▪ Neoen a émis en juin 2020 3.679.653 OCEANes, de valeur nominale unitaire de 46,20€ (soit environ 170 M€)	✓ 46,20€
	Spread de crédit	▪ Le <i>spread</i> d'une obligation correspond à l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'instrument et le taux sans risque de durée identique. Le spread est d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne	✓ 124 bps calculé sur la base d'un échantillon d'instruments de dettes cotés émis par les sociétés comparables (Volitalia, ERG, Clearway Energie et Acciona Energias)
Composante optionnelle	Prix de l'action Neoen	▪ Nous retenons à titre principal le cours <i>spot</i> de l'action Neoen avant annonce de l'Offre (supérieur à la valeur centrale de notre DCF retenue à titre principal) ▪ À titre informatif, nous retenons le prix d'Offre de 39,85€ par action Neoen	✓ 31,40€ à la clôture du 29 mai 2024 ✓ 39,85 € (prix d'Offre)
	Parité	▪ Lors du versement du dividende au titre de l'exercice 2023, le ratio de conversion a été porté à 1,176 à compter du 11 juin 2024	✓ 1,176
	Prix d'exercice	▪ Correspond à la valeur nominale de l'OCEANE divisée par la parité susmentionnée. ▪ Remboursement anticipé possible à la main de Neoen à partir du 23/06/2023, sous réserve d'un cours supérieur à 130% du nominal. Également possible dès lors que 85% ou plus des OCEANes initialement émises ont été converties, et/ou remboursées, et/ou rachetées et annulées par Neoen.	✓ 39,29€ ✓ 60,06€ (cours retenu correspondant au seuil de remboursement anticipé (130% du pair ajusté du ratio de conversion retenu))
	Volatilité	▪ Nous retenons une volatilité historique de l'action Neoen de 32,5%.	✓ 32,5%
	Taux sans risque	▪ Nous retenons la moyenne 6 mois de l'OAT TEC 1 an au 29 mai 2024	✓ 3,42%
	Durée de l'option	▪ L'échéance de l'option étant le 2 juin 2025, nous retenons une maturité résiduelle de 1 année en se positionnant avant annonce de l'Offre (29 mai 2024)	✓ 1 année
	Taux du prêt emprunt	▪ Le coût du portage (taux du prêt d'emprunt) est représentatif du coût supporté par le porteur d'OCEANE pour couvrir sa position. Ce taux est principalement dépendant de la liquidité des titres et de la capacité à trouver une contrepartie sur le marché. Au cas d'espèce, ce coût représente le taux de financement usuellement fixé par les primes brokers aux <i>hedge funds</i> dans un marché liquide	✓ 40bps (au regard de la liquidité du titre). Il n'existe pas de base de données permettant d'obtenir des références pertinentes
	Dividende	▪ Aucun dividende retenu, étant rappelé que la parité est ajustée en cas de versement	✓ Aucun dividende retenu

Source : Capital IQ, Banque de France, Termes et conditions des OCEANes et analyses Finexsi

Tableau 27 - Principales hypothèses retenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche intrinsèque pour les OCEANES 2022

PARAMETRES		COMMENTAIRES	VALEUR RETENUE
Composante obligataire	Nominal	Neoen a émis en septembre 2022 3.000 OCEANES, de valeur nominale unitaire de 100.000,00€ (soit 300 M€)	✓ 100.000,00€
	Spread de crédit	Le spread d'une obligation correspond à l'écart entre le taux de rentabilité actuariel de l'instrument et le taux sans risque de durée identique. Le spread est d'autant plus faible que la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne	✓ 250 bps ⁽¹⁾ pour tenir compte du profil propre de l'OCEANE 2022 par rapport à la 2020
Composante optionnelle	Prix de l'action Neoen	Nous retenons à titre principal le cours <i>spot</i> de l'action Neoen avant annonce de l'Offre (supérieur à la valeur centrale de notre DCF retenue à titre principal) À titre informatif, nous retenons le prix d'Offre de 39,85€ par action Neoen	✓ 31,40€ à la clôture du 29 mai 2024 ✓ 39,85 € (prix d'Offre)
	Parité	Lors du versement du dividende au titre de l'exercice 2023, le ratio de conversion a été porté à 2.118,0805 à compter du 11 juin 2024	✓ 2.118,0805
	Prix d'exercice	Correspond à la valeur nominale de l'OCEANE divisée par la parité susmentionnée. Remboursement anticipé possible à la main de Neoen à partir du 05/10/2025, sous réserve d'un cours supérieur à 130% du nominal. Également possible dès lors que 80% ou plus des OCEANES initialement émises ont été converties, et/ou remboursées, et/ou rachetées et annulées par Neoen.	✓ 47,21€ ✓ 130.000,00€ (cours retenu correspondant au seuil de remboursement anticipé (130% du pair ajusté du ratio de conversion retenu))
	Volatilité	Nous retenons une volatilité historique de l'action Neoen de 32,5%.	✓ 32,5%
	Taux sans risque	Nous retenons la moyenne 6 mois de l'OAT TEC 3 ans au 29 mai 2024	✓ 2,70%
	Durée de l'option	L'échéance de l'option étant le 14 septembre 2027, nous retenons une maturité résiduelle d'environ 3 années en se positionnant avant annonce de l'Offre (29 mai 2024)	✓ 3,3 années
	Taux du prêt emprunt	Le coût du portage (taux du prêt d'emprunt) est représentatif du coût supporté par le porteur d'OCEANE pour couvrir sa position. Ce taux est principalement dépendant de la liquidité des titres et de la capacité à trouver une contrepartie sur le marché. Au cas d'espèce, ce coût représente le taux de financement usuellement fixé par les primes brokers aux <i>hedge funds</i> dans un marché liquide	✓ 40bps (au regard de la liquidité du titre). Il n'existe pas de base de données permettant d'obtenir des références pertinentes
	Dividende	Aucun dividende retenu, étant rappelé que la parité est ajustée en cas de versement	✓ Aucun dividende retenu

⁽¹⁾ Les explications du choix d'un spread de crédit de 250 bps ont été traitées au début du §8.2.4.

Source : Capital IQ, Banque de France, Termes et conditions des OCEANES et analyses Finexsi

À titre principal

Sur la base du cours *spot* de l'action Neoen avant annonce de l'Offre (31,40 € au 29 mai 2024), la valeur de l'OCEANE 2020 ressort à 47,74 € et la valeur de l'OCEANE 2022 à 100.408 €.

La sensibilité de la valeur des OCEANES 2020 et 2022 à une variation combinée de la volatilité de l'action Neoen (de -10 % à +10 %) et du taux sans risque (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après :

Figure 20 - Analyses de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la volatilité de l'action Neoen

		Volatilité de l'action Neoen (%)				
		12,5%	22,5%	32,5%	42,5%	52,5%
Taux sans risque (%)	4,42%	45,77	46,58	47,36	47,88	48,18
	3,92%	45,97	46,77	47,55	48,07	48,38
	3,42%	46,19	46,96	47,74	48,27	48,58
	2,92%	46,40	47,15	47,93	48,47	48,79
	2,42%	46,62	47,35	48,13	48,67	48,99

Source : Analyses Finexsi

Il ressort une fourchette de valeur comprise entre 46,96 € et 48,27 €, avec une valeur centrale de 47,74 € par OCEANE 2020. Sur ces bases, le prix d'Offre extériorise des primes et décotes comprises entre +2,5 % et -0,3 %, et une prime de +0,8 % en valeur centrale.

Figure 21 - Analyses de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la volatilité de l'action Neoen

		Volatilité de l'action Neoen (%)				
		12,5%	22,5%	32,5%	42,5%	52,5%
Taux sans risque (%)	3,70%	90 980	94 321	98 143	101 407	104 020
	3,20%	92 270	95 471	99 260	102 538	105 179
	2,70%	93 598	96 657	100 408	103 697	106 365
	2,20%	94 963	97 880	101 589	104 885	107 579
	1,70%	96 366	99 140	102 802	106 102	108 820

Source : Analyses Finexsi

Il ressort une fourchette de valeur comprise entre 96.657 € et 103.697 €, avec une valeur centrale de 100.408 € par OCEANE 2022. Sur ces bases, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre +1,3% et +8,6%, et une prime de +4,6% en valeur centrale.

La valeur qui ressortirait de l'application d'un *spread* de crédit de 200 bps (correspondant au bas de fourchette de *spread* de crédit communiquée par un investisseur – cf. §11.2), soit 101.855 €, se trouve dans la fourchette présentée ci-dessus.

À titre informatif

Si l'on retient le prix de l'Offre (39,85 € par action Neoen), et en conservant les autres paramètres inchangés par rapport à ceux présentés ci-avant pour chacune des OCEANES, nous obtenons une valeur de l'OCEANE 2020 de 50,50 € et une valeur de l'OCEANE 2022 de 106.626 €.

La sensibilité de la valeur des OCEANES à une variation combinée de la volatilité de l'action Neoen (de -10 % à +10 %) et du taux sans risque (de -0,5 point à +0,5 point) est présentée ci-après⁵⁴ :

Figure 22 - Analyses de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la volatilité de l'action Neoen

		Volatilité de l'action Neoen (%)				
		12,5%	22,5%	32,5%	42,5%	52,5%
Taux sans risque (%)	4,42%	49,21	49,92	50,15	50,17	50,10
	3,92%	49,30	50,07	50,32	50,36	50,30
	3,42%	49,39	50,21	50,50	50,55	50,50
	2,92%	49,49	50,36	50,67	50,74	50,70
	2,42%	49,59	50,51	50,85	50,94	50,90

Source : Analyses Finexsi

Il ressort une fourchette de valeur comprise entre 50,21 € et 50,67 €, avec une valeur centrale de 50,50 € par OCEANE 2020. Sur ces bases, le prix d'Offre extériorise des décotes comprises entre -5,0 % et -4,1 %, et une décote de -4,7 % en valeur centrale.

⁵⁴ Les valeurs qui ressortent de la table de sensibilité avec une volatilité de 52,5% sont légèrement inférieures à celles qui ressortent avec une volatilité de 42,5%. Cela s'explique par le fait que la sensibilité n'est pas linéaire et que la valeur de la composante optionnelle de l'OCEANE à la main de Neoen et celle à la main des porteurs ne réagissent pas dans les mêmes proportions à la variation de la volatilité.

Figure 23 - Analyses de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la volatilité de l'action Neoen

		Volatilité de l'action Neoen (%)				
		12,5%	22,5%	32,5%	42,5%	52,5%
Taux sans risque (%)	3,70%	95 634	100 856	104 621	107 368	109 468
	3,20%	96 534	101 773	105 609	108 422	110 579
	2,70%	97 490	102 728	106 626	109 503	111 715
	2,20%	98 503	103 720	107 675	110 612	112 878
	1,70%	99 572	104 752	108 756	111 750	114 069

Source : Analyses Finexsi

Il ressort une fourchette de valeur comprise entre 102.728 € et 109.503 €, avec une valeur centrale de 106.626 € par OCEANE 2022. Sur ces bases, le prix d'Offre extériorise des primes et décotes comprises entre -4,1 % et +2,2 %, et une décote de -1,5 % en valeur centrale.

Nous rappelons ici que ce calcul est uniquement présenté à titre informatif, dans la mesure où l'approche intrinsèque doit être mise en œuvre sur la base du cours de bourse avant annonce de l'Offre notamment pour être cohérent avec l'analyse du prix d'Offre de l'action. De plus, il intègre plusieurs paramètres sensibles sur la valeur et ne tient pas compte de la volatilité de l'action qui devrait être considérablement réduite dans ce contexte.

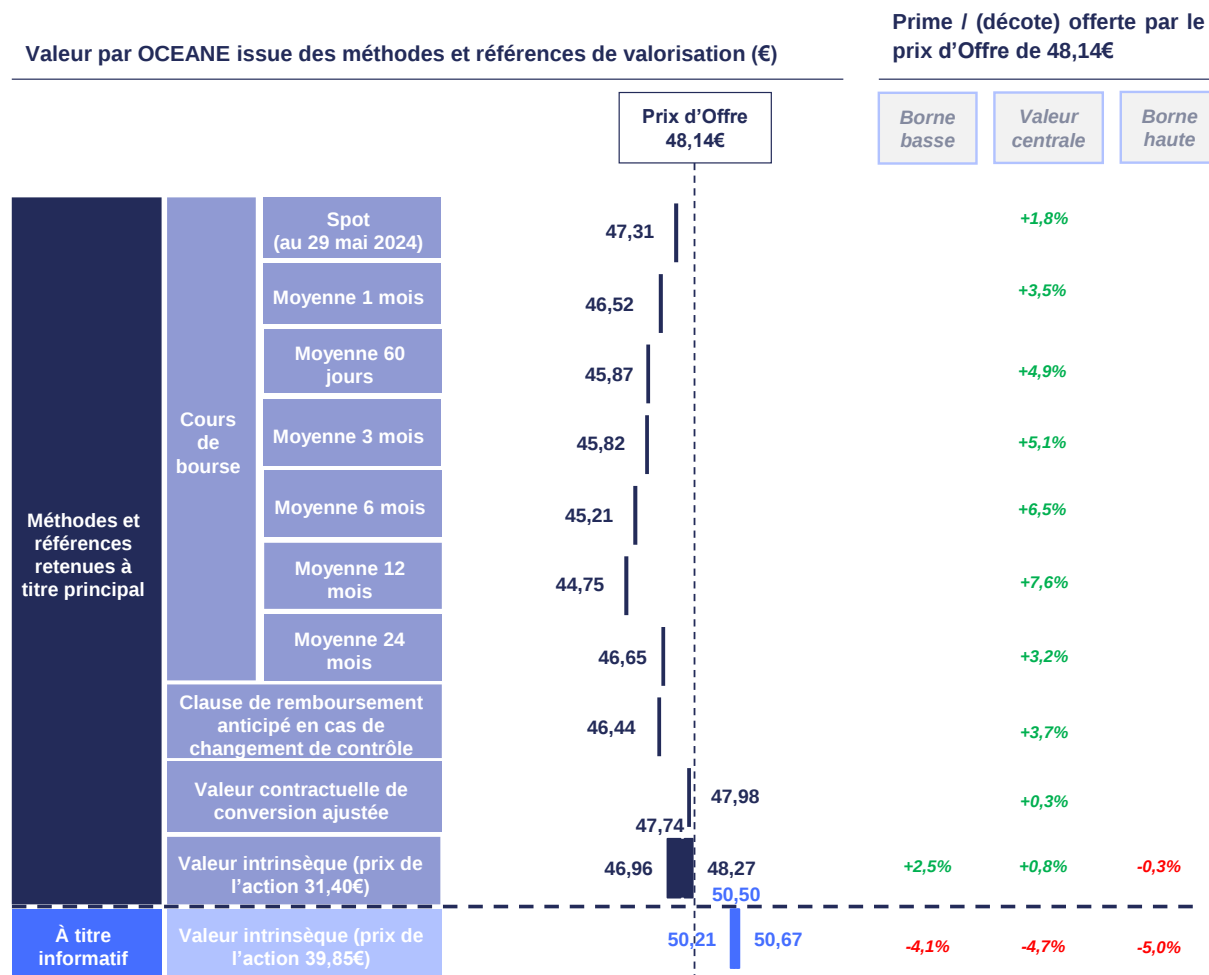
Il ne constitue donc pas selon nous une référence d'appréciation pertinente des termes de l'Offre.

8.3 Synthèse des travaux d'évaluation des OCEANES

La valeur des OCEANES 2020 et 2022 se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation retenues :

8.3.1 OCEANES 2020

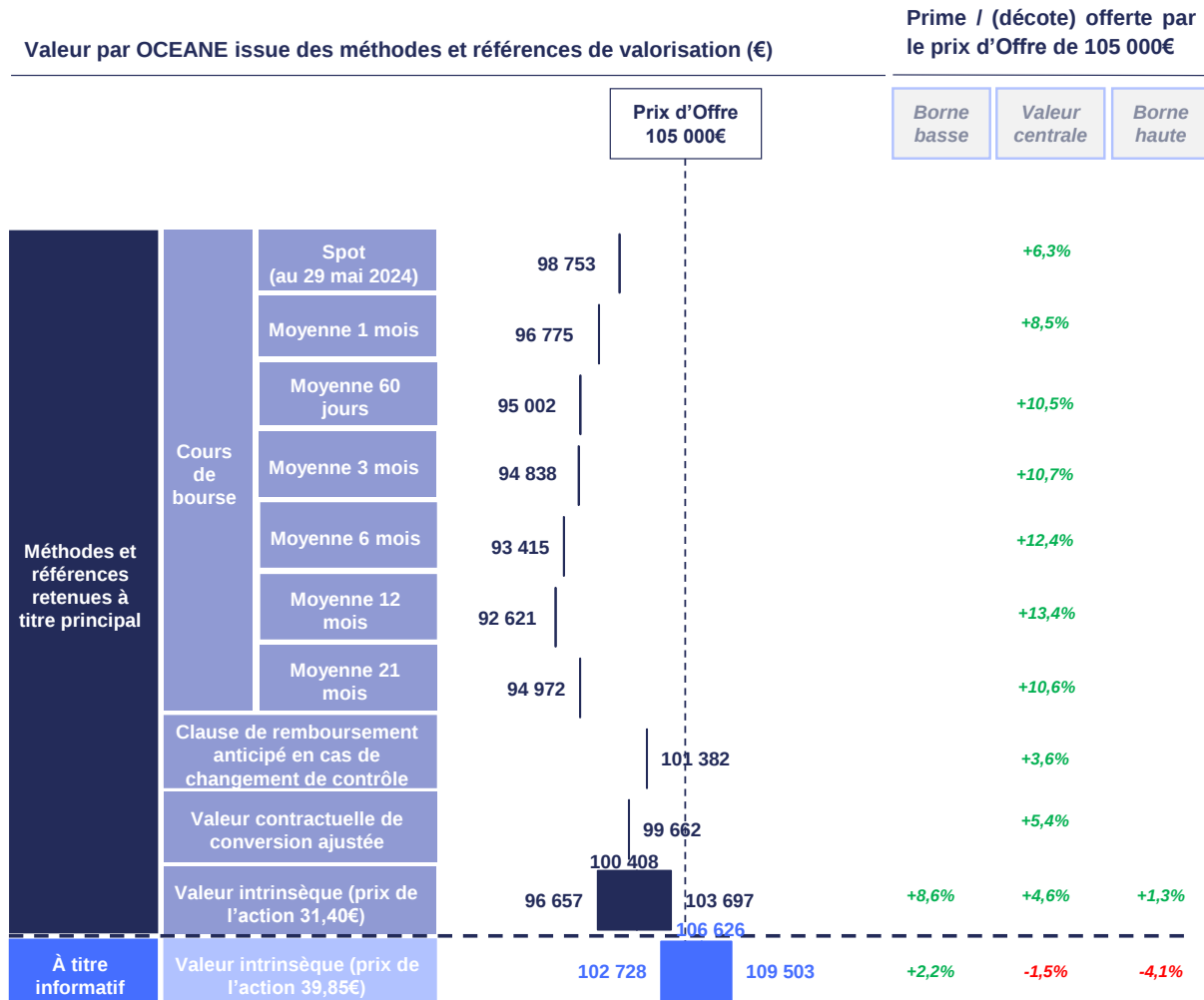
Figure 24 - Synthèse des valeurs des OCEANE 2020



Source : analyses Finexsi

8.3.2 OCEANES 2022

Figure 25 - Synthèse des valeurs des OCEANE 2022



Source : analyses Finexsi

9 Analyse des éléments d'appréciation des prix établis par les Etablissements Présentateurs

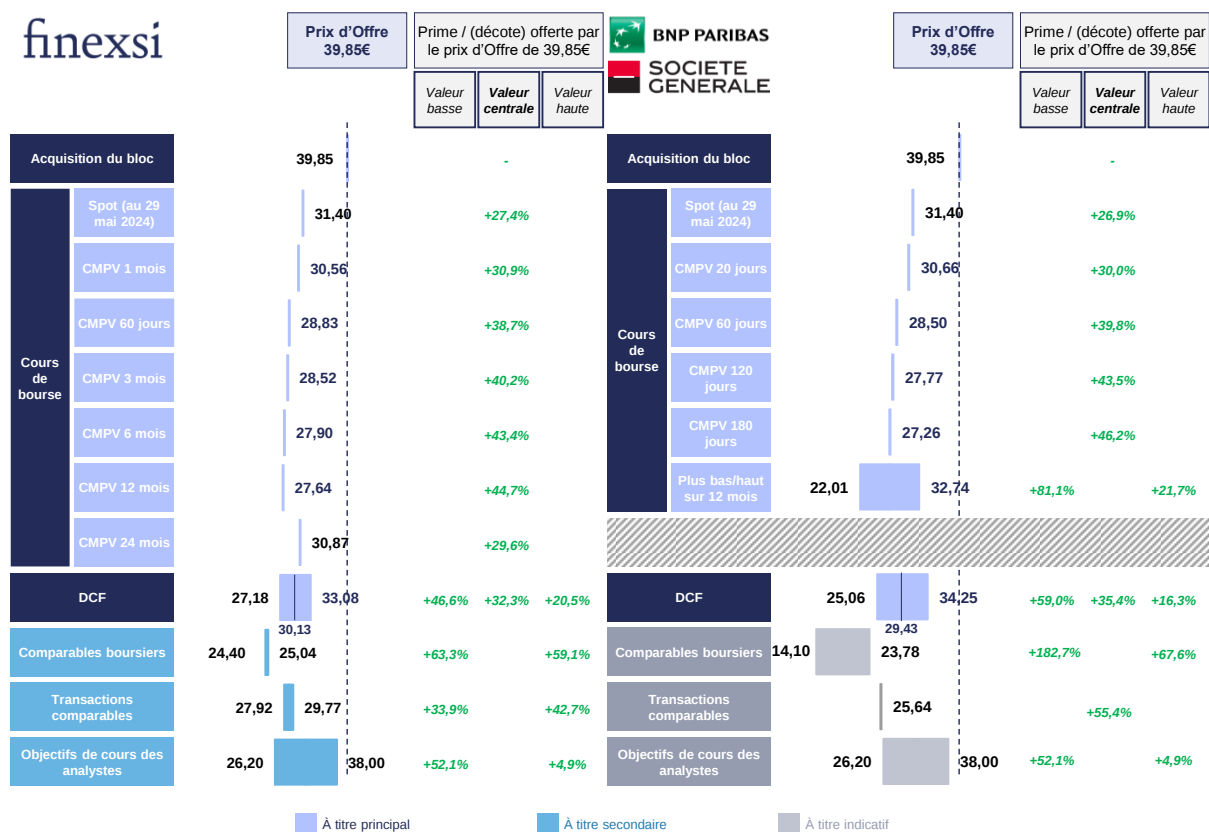
Les Etablissements Présentateurs, BNP Paribas et Société Générale ont préparé les éléments d'appréciation du prix d'Offre par action et par OCEANE 2020 et 2022, figurant à la section 3 du projet de note d'information du 27 janvier 2025.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Etablissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et référence d'évaluation retenues.

9.1 S'agissant des actions Neoen

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 26 - Comparaison des valeurs par action Neoen de Finexsi et des Etablissements Présentateurs



Sources : Analyses Finexsi, projet de note d'information

9.1.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de Neoen, les Etablissements Présentateurs tout comme Finexsi ont retenu à titre principal la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle, la référence au cours de bourse, ainsi que la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

Finexsi retient à titre secondaire les approches analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes, quand les Etablissements Présentateurs retiennent ces méthodes à titre indicatif.

Les Etablissements Présentateurs ont, tout comme Finexsi, écarté les méthodes et références suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué, et l'actualisation des dividendes futurs.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

9.1.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

9.1.2.1 Nombre d'actions retenu

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un nombre d'actions dilué de 153.755.168, quand nous retenons 164.436.681 actions.

Comme les Établissements Présentateurs, Finexsi a retenu un nombre d'actions basé sur les 152.848.774 actions émises au 30 novembre 2024, diminué des 188.338 actions auto-détenues à cette même date et augmenté des 1.094.732 actions gratuites en période d'acquisition.

Nous avons par ailleurs tenu compte de l'effet dilutif qui résulterait de la conversion des OCEANes 2020 et 2022, soit 10.681.513 actions supplémentaires, sur la base des ratios de conversion en vigueur depuis le 11 juin 2024. Les Etablissements présentateurs ont pour leur part considéré les OCEANes dans leur passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Cette différence méthodologique explique l'écart entre le nombre d'actions dilué retenu par les Etablissements Présentateurs et par Finexsi.

9.1.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs ont retenu, dans le cadre de leurs travaux, une dette nette ajustée de 2.480 M€ (pré-IFRS16 et post cession de Victoria) au 30 juin 2024.

Pour sa part, Finexsi a retenu une dette nette ajustée de 1.912 M€ (pré-IFRS16) au 30 juin 2024.

L'écart provient principalement de la prise en compte, par les Etablissements Présentateurs, des OCEANes 2020 et 2022 dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (pour 473 M€), tandis que Finexsi retient l'effet dilutif des OCEANes dans le nombre d'actions retenu, comme mentionné ci-dessus.

Par ailleurs, Finexsi et les Etablissements Présentateurs ont tous deux considéré la valeur d'entreprise issue de la vente des actifs du portefeuille de Victoria en Australie dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres. Les Etablissements Présentateurs ont actualisé le montant à recevoir, ce que n'a pas fait Finexsi.

9.1.3 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Les Etablissements Présentateurs, comme Finexsi, retiennent l'acquisition du Bloc de Contrôle par Brookfield au prix de 39,85 € par action.

9.1.4 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse au 29 mai 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération), et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date.

Il ressort des écarts limités entre les deux analyses provenant de différences entre les périodes retenues pour les calculs (20 jours, 60 jours, 120 jours et 180 jours pour les Etablissements Présentateurs et un mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois, 12 mois et 24 mois pour Finexsi) et les méthodes de calcul des CMPV (basée sur les cours de clôture pour Finexsi et des CMPV *intradays* pour les Établissements Présentateurs).

9.1.5 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

9.1.5.1 Concernant les prévisions considérées

Finexsi a fondé ses travaux sur la trajectoire financière communiquée par la Société établie sur la période 2024E – 2030E, alors que les Etablissements Présentateurs ont établi leur propre plan d'affaires, sur cette même période.

Finexsi et les Etablissements Présentateurs ont tenu compte de l'ambition communiquée au marché par le *Management*, à savoir 15 GW en opération à l'horizon 2030, que la Société serait en mesure d'auto-financer sans recours à de nouvelles levées de fonds. L'ambition de 20 GW à horizon 2030 n'a pas été considérée, car celle-ci nécessiterait la réalisation de nouvelles levées de fonds dont les modalités ne sont pas connues et qu'il n'est pas possible de simuler.

Pour atteindre cet objectif de 15 GW, les Etablissements Présentateurs considèrent le développement de 2 GW par an entre 2026E et 2030E et un programme de *Farm-down* se traduisant par la cession de 1 GW chaque année.

Nous avons pour notre part considéré un développement légèrement supérieur à 1 GW par an jusqu'en 2030E et une contribution annuelle du *farm-down* limitée à 20% de l'EBITDA ajusté.

Les investissements ont été déterminés par Finexsi sur la base d'un coût moyen en €/MW communiqué par le *Management* et inflaté sur l'horizon de la période. Les Etablissements Présentateurs se sont référés aux éléments communiqués par la Société lors du *Capital Market Day* de 2023.

Comme Finexsi, les Etablissements Présentateurs ont considéré une capacité de production stable à partir de 2031E / 2032E, et une gestion extinctive des actifs en fonction de leurs dates de mise en service et de leurs durées de vie (30 ans pour l'éolien et le solaire et 20 ans pour le stockage).

Finexsi et les Établissements Présentateurs retiennent tous deux une variation de BFR nulle ou quasi nulle sur l'horizon des prévisions jusqu'à la fin de la période d'exploitation des parcs. Les Etablissements présentateurs retiennent un taux d'imposition sur les sociétés de 29,4% légèrement supérieur à celui retenu par Finexsi de 28,0%.

En cohérence avec la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (30 juin 2024), Finexsi et les Établissements Présentateurs ont retenu comme premier flux du DCF celui du second semestre 2024.

9.1.5.2 Concernant les hypothèses financières

Concernant le taux d'actualisation, les Établissements Présentateurs retiennent un coût moyen pondéré du capital (CMPC) estimé à 5,8%, quand nous retenons un coût moyen pondéré du capital de 5,4%.

9.1.5.3 Analyse de sensibilité et résultats

Les Établissements Présentateurs ont analysé la sensibilité de la valeur par action Neoen en fonction du taux d'actualisation.

Finexsi a analysé la sensibilité de la valeur par action Neoen à une variation combinée (i) du taux d'actualisation et de la proportion de MW faisant l'objet d'un « *repowering* », et (ii) du taux d'actualisation et du rendement (*capex EBITDA yields*) des actifs sous-jacents.

La valeur par action Neoen retenue par les Établissements Présentateurs s'établit entre 25,06 € et 34,25 €, avec une valeur centrale de 29,43 €.

Selon Finexsi, la valeur par action Neoen s'établit entre 27,18 € et 33,08 €, avec une valeur centrale de 30,13 €.

Les Etablissements Présentateurs présentent une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,5% sur le taux d'actualisation, plus large que celui retenu par Finexsi de +/- 0,25%, ce qui explique les écarts entre les bornes basses et hautes de nos travaux.

9.1.6 Méthode des comparables boursiers

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de cinq sociétés : EDPR, Acciona Energia, ERG, Boralex et Solaria.

Finexsi a également retenu les sociétés susmentionnées, ainsi que les sociétés suivantes : Volitalia, Grenergy Renovables, Enefit Green et Clearway Energy.

Les Etablissements Présentateurs ont retenu les EBITDA ajustés 2024E et 2025E (post-IFRS16) comme agrégats de référence pour l'application des multiples, tandis que Finexsi a retenu les EBITDA ajustés 2025E et 2026E (pré-IFRS16). Ces EBITDA n'intègrent pas la contribution des actifs du périmètre Victoria en cours de cession.

La valeur de l'action Neoen extériorisée selon la mise en œuvre de cette méthode par les Etablissements Présentateurs s'établit entre 14,10 € et 23,78 €. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 24,40 € et 25,04 € par action Neoen.

9.1.7 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de dix transactions intervenues depuis 2019, dont les cibles sont les suivantes : Terna Energy (juin 2024), Encavis (mars 2024), Greenvolt (décembre 2023), Enerfin (novembre 2023), Opdenenergy (juin 2023), Reden Solar (mars 2022), Falck Renewables (octobre 2021), Eolia (novembre 2021), Solarpack (juin 2021) et Tilt Renewables (mars 2021).

Finexsi retient également les transactions susmentionnées, à l'exception de la transaction sur Tilt Renewables.

En complément, Finexsi a également retenu les transactions suivantes : Tion Renewables (octobre 2023), et Sirocco Wind Holding (mars 2019).

Les Etablissements Présentateurs ont retenu l'EBITDA ajusté de Neoen au 30 juin 2024 (LTM), tandis que Finexsi a retenu les EBITDA ajustés au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024 (LTM). Nous avons tous deux retraité les EBITDA de la contribution des actifs du périmètre Victoria en cours de cession, dont la valeur d'entreprise est intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

La valeur de l'action Neoen extériorisée selon la mise en œuvre de cette méthode par les Etablissements Présentateurs s'établit à 25,64 €. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 27,92 € et 29,77 € par action Neoen.

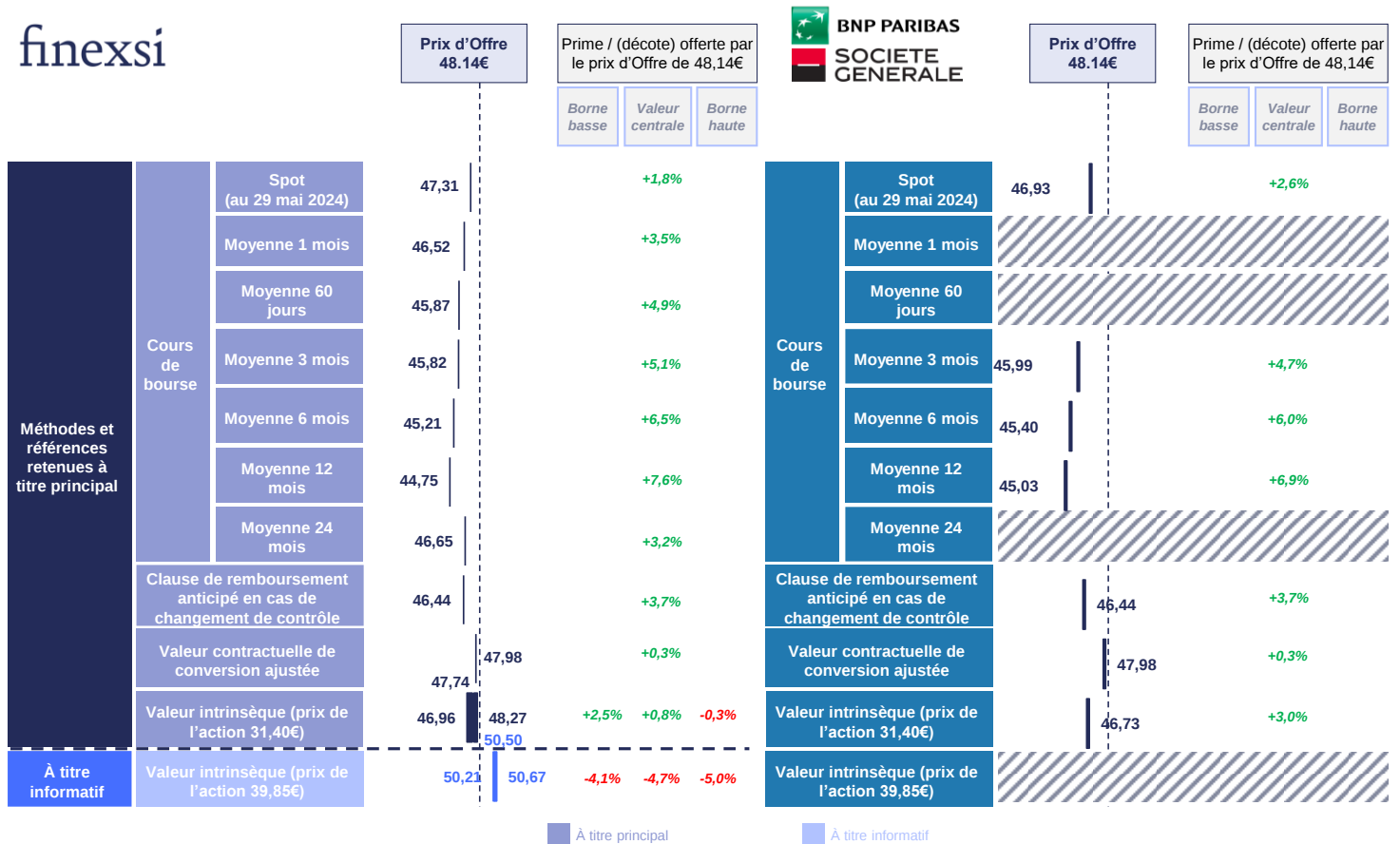
9.1.8 *Objectif de cours des analystes*

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Neoen n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses respectives se basent sur les mêmes objectifs de cours.

9.2 S'agissant des OCEANES 2020 et 2022

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 27 - Comparaison des travaux d'évaluation des OCEANES 2020 de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs



Sources : Analyses Finexsi, projet de note d'information

Figure 28 - Comparaison des travaux d'évaluation des OCEANES 2022 de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs

<

Sources : Analyses Finexsi, projet de note d'information

9.2.1 Choix des critères d'évaluation des OCEANES pour les OCEANES 2020 et 2022

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont retenu les méthodes et références suivantes :

- Le cours de bourse des OCEANES ;
- La clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle ;
- La valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique ;
- La valeur intrinsèque des OCEANES sur la base du cours de l'action Neoen au 29 mai 2024 (31,40 €).

Pour notre part, nous présentons également à titre informatif la valeur intrinsèque des OCEANES sur la base du prix d'Offre de 39,85 €, dont nous convenons qu'il ne s'agit pas d'une référence appropriée pour apprécier les termes de l'Offre pour les raisons déjà exposées.

9.2.2 Mise en œuvre des différents critères

9.2.2.1 Valeur contractuelle de conversion ajustée

La mise en œuvre de cette approche définie dans les termes et conditions des OCEANES 2020 et 2022 n'appelle pas de commentaire de notre part, dans la mesure où nous obtenons les mêmes valeurs soit 47,98 € pour les OCEANES 2020 et 99.662 € pour les OCEANES 2022.

9.2.2.2 Clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

La mise en œuvre de cette approche définie dans les termes et conditions des OCEANES 2020 et 2022 n'appelle pas de commentaire de notre part, dans la mesure où nous obtenons les mêmes valeurs soit 46,44 € pour les OCEANES 2020 et 101.382 € pour les OCEANES 2022.

9.2.2.3 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse des OCEANES 2020 et 2022 au 29 mai 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération), et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date (intérêts courus inclus).

Nous notons des écarts limités sur les périodes de calcul que nous présentons en commun dans la mesure où nous utilisons des bases de données différentes (Bloomberg pour les Etablissements Présentateurs et Capital IQ pour Finexsi), et où celles-ci ne répertorient pas l'ensemble des volumes échangés sur les OCEANES (une part significative des volumes étant échangée de gré à gré).

9.2.2.4 Valeur intrinsèque

S'agissant des principales hypothèses retenues pour le calcul de la valeur optionnelle selon le modèle de Black & Scholes :

- Finexsi et les Etablissements Présentateurs ont retenu le prix de l'action Neoen à la clôture du 29 mai 2024 de 31,40 €. Finexsi présente également à titre informatif le calcul sur la base du prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen ;
- Pour le taux sans risque, nous retenons la moyenne 6 mois de l'OAT TEC 1 an au 29 mai 2024 (soit 3,42 %) pour les OCEANES 2020 et la moyenne 6 mois de l'OAT TEC 3 ans au 29 mai 2024 (soit 2,70 %) pour les OCEANES 2022 compte tenu des maturités respectives des OCEANES. Les Etablissements Présentateurs retiennent 3,68 % pour les OCEANES 2020 et 3,11 % pour les OCEANES 2022 ;
- Les Etablissements Présentateurs retiennent un *spread* de crédit de 250 bps pour les OCEANES 2020 et 350 bps pour les OCEANES 2022 estimé selon la qualité de la signature de crédit de Neoen pour une maturité spécifique. Pour notre part, nous retenons un *spread* de crédit de 124 bps pour les OCEANES 2020 et de 250 bps pour les OCEANES 2022 ;
- Le coût du prêt-emprunt est retenu à 40 bps par Finexsi et les Etablissements Présentateurs ;
- Les Etablissements Présentateurs retiennent une volatilité de 30,0% pour les OCEANES 2020 et 2022 en ligne avec les volatilités historiques, quand nous retenons 32,5%.

Dans nos calculs intrinsèques, nous avons tenu compte de la possibilité offerte à Neoen de rembourser les OCEANES de manière anticipée en cas :

- De progression supérieure à 130% du nominal ou si le nombre total d'obligations en circulation est inférieur à 15% du nombre d'obligations émises pour les OCEANES 2020 ;
- De progression supérieure à 130% du nominal ou si le nombre total d'obligations en circulation est inférieur à 20% du nombre d'obligations émises pour les OCEANES 2022.

Cette possibilité offerte à Neoen s'apparente à une option dont la valeur doit être réduite de la composante optionnelle des OCEANES. Dès lors, notre composante optionnelle est calculée par différence entre, d'une part, la valeur de l'option de conversion à l'initiative du porteur, et d'autre part, de la valeur de l'option issue de la clause de remboursement anticipé à l'initiative de Neoen.

Les Etablissements Présentateurs extériorisent une valeur de 46,73 € par OCEANE 2020, quand nous retenons une fourchette de valeur comprise entre 46,96 € et 48,27 €, avec une valeur centrale de 47,74 €.

Concernant les OCEANES 2022, les Etablissements Présentateurs extériorisent une valeur de 97.642 € par OCEANE, quand nous retenons une fourchette de valeur comprise entre 96.657 € et 103.697 € avec une valeur centrale de 100.408 € par OCEANE.

Nous présentons également à titre informatif une fourchette de valeurs extériorisée par le prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen, laquelle est comprise entre 50,21 € et 50,67 € pour les OCEANES 2020 et entre 102.728 € et 109.503 € pour les OCEANES 2022, tout en considérant que ce critère n'est pas pertinent.

10 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

- L'engagement d'apport de Bpifrance ;
- Le contrat de liquidité ;
- Le plan de rétention en numéraire ;
- Le plan d'actions de rétention ;
- Le contrat de liquidité de Monsieur Romain DESROUSSEAUX ;
- Le contrat de liquidité de Monsieur Xavier BARBARO ;
- Le plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier BARBARO ;
- Le Plan d'Actions Théoriques ;
- Le Pacte d'Actionnaires ;
- Le réinvestissement de Monsieur Xavier BARBARO et de Monsieur Romain DESROUSSEAUX.

Nous précisons que nos analyses se basent sur les dernières versions des accords connexes qui nous ont été communiquées, lesquelles ne sont pas des versions signées.

10.1 Engagement d'apport de Bpifrance

Un engagement d'apport a été conclu entre l'Initiateur et FCPI Fonds ETI 2020 représenté par Bpifrance Investissement concernant l'apport des 6.674.470 actions détenues par ce dernier et représentant 4,36 % du capital de Neoen.

Dans ce cadre, FCPI Fonds ETI 2020 s'est engagé à apporter à l'Offre toutes les actions Neoen qu'il détient et à réaliser l'apport desdites actions dès que possible après l'ouverture de l'Offre, et au plus tard un jour avant la clôture de celle-ci.

Par ailleurs, FCPI Fonds ETI 2020 s'est engagé à conserver les actions actuellement détenues, à ne pas solliciter, encourager ou faciliter une offre concurrente à celle de l'Initiateur, et à ce que son représentant démissionne de son mandat d'administrateur de la Société après l'apport des actions à l'Offre.

L'engagement d'apport stipule que les actions seront apportées au prix d'Offre, et ne prévoit aucun mécanisme assimilable à un complément de prix.

Dans ces conditions, les dispositions de l'engagement d'apport ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

10.2 Contrat de liquidité

Il est prévu la conclusion d'un contrat de liquidité (le « Contrat de Liquidité ») entre l'Initiateur et les salariés de la Société titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou d'actions gratuites 2024 (ci-après « les Bénéficiaires »). Cet accord a pour objectif d'assurer la liquidité des actions gratuites 2023 et/ou 2024 dès qu'elles seront livrées aux bénéficiaires à la fin de leur période d'acquisition, ou le cas échéant, à la fin de leur période de conservation (ces actions devenant dès lors transférables, ci-après les « Actions Transférables »), en cas de survenance d'un événement de « Défaut de Liquidité », à savoir :

- La mise en œuvre du retrait obligatoire ;
- La détention par l'Initiateur de plus de 90% du capital ou des droits de vote de la Société, indépendamment de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;
- Le volume moyen d'actions de la Société échangé chaque jour sur le marché pendant les 20 derniers jours de bourse est inférieur à 0,055% du capital de cette dernière.

Cet accord ne trouvera pas à s'appliquer en l'absence d'évènement de Défaut de Liquidité.

Il est également précisé que ce Contrat de Liquidité n'est pas applicable à Monsieur Xavier BARBARO et à Monsieur Romain DESROUSSEAUX pour lesquels il est prévu la conclusion d'autres accords de liquidité à la date de réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle (cf. §10.5 et §10.6).

Le contrat de liquidité prévoit des options de vente et d'achat croisées. Aux termes de ce contrat, les Bénéficiaires s'engagent irrévocablement à céder la totalité de leurs Actions Transférables en cas d'exercice de l'option d'achat par l'Initiateur, et l'Initiateur s'engage irrévocablement à les acquérir en cas d'exercice de l'option de vente par les Bénéficiaires.

L'option d'achat est exerçable par l'Initiateur à tout moment pendant une période de 20 jours à compter de la notification aux Bénéficiaires du caractère transférable de leurs actions gratuites, sous réserve qu'un cas de Défaut de Liquidité soit intervenu préalablement.

L'option de vente est exerçable par les Bénéficiaires à tout moment pendant une période de 60 jours à compter de l'expiration de l'option d'achat.

Le prix d'exercice des options sera égal :

- En cas d'exercice avant le 31 décembre 2025, au prix de l'Offre, soit 39,85 € par action, ajusté en cas de survenance d'une opération de croissance externe significative ;
- En cas d'exercice postérieurement au 31 décembre 2025, à la valeur de marché des actions déterminée selon une approche d'évaluation cohérente avec celle retenue pour la détermination du prix d'Offre.

En cas de désaccord sur le prix des options, il est prévu le recours à un expert indépendant.

Nous avons analysé le contrat de liquidité qui sera conclu avec les Bénéficiaires.

Il ressort que le prix d'exercice des options d'achat et de vente sera fixe jusqu'au 31 décembre 2025. Postérieurement à cette date, le prix d'exercice des options d'achat ou de vente sera déterminé par référence à la valeur de marché des actions Neoen. Le prix d'exercice sera donc susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction de la performance de la Société, les Bénéficiaires supportant leur risque d'actionnaire jusqu'à l'exercice de la promesse.

Nous rappelons par ailleurs que cet accord ne trouvera pas à s'appliquer en l'absence d'évènement de Défaut de Liquidité.

Dans ces conditions, les dispositions du contrat de liquidité ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.3 Plan de rétention en numéraire

Il est prévu que le Conseil d'administration de Neoen qui se tiendra le 26 décembre 2024 amende les termes et conditions des plans d'actions gratuites 2023 et 2024, sous réserve de la finalisation de la cession du Bloc de Contrôle, et devrait notamment décider :

- Concernant le plan d'actions gratuites 2023 (i) de considérer les conditions de performance comme entièrement satisfaites, et (ii) de proposer à chaque bénéficiaire d'opter pour une accélération de la période d'acquisition de 50% de leurs actions gratuites 2023 qui prendrait fin le 28 février 2025 et, sous réserve d'un cas de Défaut de Liquidité (tel que décrit ci-avant pour le Contrat de Liquidité) et d'une condition de présence du bénéficiaire au 28 février 2026, de bénéficier d'un plan de rétention en numéraire en lieu et place des droits du bénéficiaire concerné à recevoir ses actions gratuites 2023 n'ayant pas fait l'objet d'une accélération ;
- Concernant le plan d'actions gratuites 2024, de considérer les conditions de performance comme entièrement satisfaites, sans changement de la période d'acquisition qui prendrait fin le 1^{er} mars 2027.

Dans ce contexte, l'Initiateur et la Société proposeront aux titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou 2024 un plan de rétention en numéraire en échange de leur renonciation à recevoir l'intégralité de leurs actions gratuites indisponibles comme suit :

- Chaque titulaire d'actions gratuites 2023 pourra, en cas de Défaut de Liquidité, recevoir une prime en numéraire (« Bonus 2023 ») en lieu et place de ses actions gratuites 2023 n'ayant pas fait l'objet d'une accélération, auxquelles il aura renoncé ;
- Chaque titulaire d'actions gratuites 2024 pourra, en cas de Défaut de Liquidité, recevoir une prime en numéraire (« Bonus 2024 ») en lieu et place de ses actions gratuites 2024, auxquelles il aura renoncé.

Les titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou 2024 auront la possibilité de conserver leurs actions gratuites indisponibles, auquel cas l'accord de liquidité décrit ci-avant sera pleinement applicable, ou d'y renoncer en contrepartie du plan de rétention en numéraire. Ces derniers devront faire connaître leur décision au plus tard dans les 10 jours qui suivent la date de la décision de conformité de l'Autorité des Marchés Financiers.

Le plan de rétention en numéraire sera acquis le 28 février 2026 pour les actions gratuites 2023 n'ayant pas fait l'objet d'une accélération et le 1^{er} mars 2027 pour les actions gratuites 2024, sous réserve de l'occurrence d'un événement de Défaut de Liquidité et d'une condition de présence.

Les Bonus 2023 et 2024 seront versés en numéraire après l'expiration de la période d'acquisition, sur la base d'un prix par action gratuite indisponible égal au prix d'Offre, soit 39,85 €.

Il ressort de ce plan de rétention en numéraire que les titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou 2024 qui feront le choix d'y souscrire se verront accorder une somme en numéraire (Bonus) sur la base d'un prix par action gratuite indisponible correspondant au prix de l'Offre (multiplié par le nombre d'actions gratuites indisponibles détenues). Ce Bonus ne sera toutefois effectivement versé qu'à l'expiration de la période d'acquisition, soit en 2026 (pour les Bonus 2023) ou en 2027 (pour les Bonus 2024), sous réserve de certaines conditions. Dans la mesure où les titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou 2024 devront exercer leur choix au plus tard le 7 février 2025, soit à une date proche de l'ouverture de l'Offre selon le calendrier prévisionnel, ils ne pourront pas bénéficier d'une éventuelle évolution à la hausse de la valeur de l'action Neoen, et seront en contrepartie prémunis contre une baisse.

Dans ces conditions, les dispositions du plan de rétention en numéraire ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.4 Plan d'actions de rétention

L'Initiateur et la Société ont décidé de proposer à certains dirigeants du Groupe (à l'exclusion de Monsieur Xavier BARBARO) titulaires d'actions gratuites 2023 et/ou 2024 (les « Managers Bénéficiaires »), de renoncer à recevoir tout ou partie du versement de leur Bonus 2023 et/ou 2024 en contrepartie d'un nouveau plan d'actions de rétention, comme suit :

- Chaque Manager Bénéficiaire d'un Bonus 2023 pourra recevoir des actions de rétention (émises par BRHL MidCo) en lieu et place de son Bonus 2023, auquel il aura renoncé (partiellement ou totalement), sous réserve de la survenance d'un cas de Défaut de Liquidité ;
- Chaque Manager Bénéficiaire d'un Bonus 2024 pourra recevoir des actions de rétention (émises par BRHL MidCo) en lieu et place de son Bonus 2024, auquel il aura renoncé (partiellement ou totalement), sous réserve de la survenance d'un cas de Défaut de Liquidité.

Le nombre d'actions de rétention BRHL MidCo attribué à chaque Manager Bénéficiaire sera déterminé sur la base de la valeur des actions gratuites 2023 et/ou 2024 auxquelles il renonce au regard du prix de l'Offre (correspondant au nombre d'actions gratuites faisant l'objet de la renonciation multiplié par 39,85€), rapporté à la valeur des capitaux propres de BRHL MidCo à la date d'attribution des droits à actions de BRHL MidCo.

La période d'acquisition des actions de rétention est fixée à un an. L'acquisition définitive des actions de rétention est par ailleurs soumise à la survenance d'un cas de Défaut de Liquidité, à une condition de présence des Managers Bénéficiaires et à leur adhésion au Pacte d'Actionnaires (tel que présenté ci-après).

Ces actions feront ensuite l'objet d'une période de conservation d'un an.

Les modalités de transfert des actions de rétention correspondent à celles définies dans le Pacte d'Actionnaires tel que décrit ci-après (cf. §10.9 - Transfert des titres émis par BRHL MidCo).

Les actions de rétention seront émises par BRHL MidCo, société holding créée pour les besoins de l'Opération, détenant 100% des titres de l'Initiateur (BRHL BidCo). BRHL MidCo n'a pas vocation à détenir (directement ou indirectement via BRHL BidCo) d'autres actifs que les actions de Brookfield Renewables Holding SAS (laquelle détiendra les titres Neoen acquis) et des liquidités disponibles.

Il ressort que les Managers Bénéficiaires auront la possibilité de renoncer à recevoir tout ou partie du versement de leur Bonus 2023 et/ou 2024 en contrepartie d'un nouveau plan d'actions de rétention émises par BRHL MidCo. Les actions de rétention seront attribuées sur la base de la valeur des actions gratuites 2023 et/ou 2024 auxquelles les Managers Bénéficiaires auront renoncé au regard du prix de l'Offre (correspondant au nombre d'actions faisant l'objet de la renonciation), rapporté à la valeur des capitaux propres de BRHL MidCo à la date d'attribution des droits à actions BRHL MidCo. Ces actions de rétention feront l'objet d'une période d'acquisition d'un an, d'une période de conservation d'un an et de modalités de transfert correspondant à celles définies dans le Pacte d'Actionnaires.

Dans ces conditions, les dispositions du plan d'actions de rétention ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.5 Contrat de liquidité Romain DESROUSSEAUX

Monsieur Romain DESROUSSEAUX, qui exerce les fonctions de Directeur Général Délégué, détient notamment les actions Neoen suivantes :

- 9.445 actions indisponibles jusqu'à la date de cessation des fonctions de mandataire social Monsieur Romain DESROUSSEAUX au sein du Groupe Neoen ;
- 120.555 actions gratuites 2024 dont 85% seront disponibles en mars 2027 et 15% seront indisponibles jusqu'à la date de cessation des fonctions de Monsieur Romain DESROUSSEAUX.

Il est prévu la conclusion d'un contrat de liquidité entre l'Initiateur et Monsieur Romain DESROUSSEAUX. Cet accord a pour objectif d'assurer la liquidité des actions à la fin de leur période de conservation (ces actions devenant dès lors transférables), en cas de survenance d'un événement de Défaut de Liquidité (tel que décrit ci-avant).

Les dispositions du contrat de liquidité de Monsieur Romain DESROUSSEAUX sont identiques à celles du Contrat de liquidité (cf. §10.2) en ce qui concerne les modalités et le prix d'exercice des options d'achat et de vente croisées et ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.6 Contrat de liquidité Xavier BARBARO

Monsieur Xavier BARBARO qui exerce les fonctions de Président Directeur Général détient notamment, directement ou indirectement, les actions Neoen suivantes :

- 39.943 actions indisponibles jusqu'à la date de cessation des fonctions de mandataire social de Monsieur Xavier BARBARO au sein du Groupe Neoen ;
- 180.832 actions gratuites 2024, dont 85% seront disponibles en mars 2027 et 15% seront indisponibles jusqu'à la date de cessation des fonctions de Monsieur Xavier BARBARO au sein de la société Neoen ;
- 545.672 Actions Holding Indisponibles, qui seront disponibles à partir du 15 avril 2025, réparties comme suit :
 - 403.928 actions détenues par Cartusia⁵⁵;
 - 141.744 actions détenues par les sociétés⁵⁶ Equinox, Kampen, Palancia, et Hilaris.

Monsieur Xavier BARBARO, Cartusia, Equinox, Kampen, Hilaris et Palancia sont ensemble définis comme les Bénéficiaires XB.

Il est prévu la conclusion d'un contrat de liquidité entre l'Initiateur et les Bénéficiaires XB. Cet accord a pour objectif d'assurer la liquidité des actions dès qu'elles seront livrées à Monsieur Xavier BARBARO s'agissant des actions gratuites en cours d'acquisition ou à la fin de leur période de conservation pour les autres actions (ces actions devenant dès lors transférables, ci-après les « Actions Transférables »).

Le contrat de liquidité prévoit des options de vente et d'achat croisées. Aux termes de ce contrat, les Bénéficiaires XB s'engagent irrévocablement à céder la totalité de leurs Actions Transférables en cas d'exercice de l'option d'achat par l'Initiateur, et l'Initiateur s'engage irrévocablement à les acquérir en cas d'exercice de l'option de vente par les Bénéficiaires.

L'option d'achat est exerçable par l'Initiateur à tout moment pendant une période de 20 jours à compter de la notification aux Bénéficiaires XB du caractère transférable de leurs actions (fin de la période de conservation).

Il est précisé que l'exercice de l'option d'achat ne sera pas soumis à la survenance d'un cas de Défaut de Liquidité pour les raisons suivantes :

- Le produit de cession des 545.672 Actions Holding Indisponibles fera l'objet d'un réinvestissement au niveau de BRHL MidCo tel que décrit ci-après (cf. §10.10) ;
- Les actions gratuites 2024 font l'objet d'un plan de rétention en numéraire proposé par Brookfield à Monsieur Xavier BARBARO, tel que décrit ci-après (cf. §10.7) ;
- Le solde des actions deviendra disponible lors de la cessation des fonctions de mandataire social de Monsieur Xavier BARBARO au sein du Groupe Neoen.

⁵⁵ Société contrôlée par Monsieur Xavier BARBARO.

⁵⁶ Sociétés contrôlées par Monsieur Xavier BARBARO.

L'option de vente est exerçable par les Bénéficiaires XB à tout moment pendant une période de 60 jours à compter de l'expiration de l'option d'achat.

Le prix d'exercice des options est identique à celui décrit pour le Contrat de liquidité (cf. § 10.2).

Il ressort de ce contrat de liquidité que le prix d'exercice des options d'achat et de vente sera fixe jusqu'au 31 décembre 2025. Postérieurement à cette date, le prix d'exercice des options d'achat ou de vente sera déterminé par référence à la valeur de marché des actions Neoen. Le prix d'exercice sera donc susceptible d'évoluer à la hausse comme à la baisse en fonction de la performance de la Société, les Bénéficiaires XB supportant leur risque d'actionnaire jusqu'à l'exercice de la promesse. Il est par ailleurs prévu aux termes de l'accord de réinvestissement décrit ci-après que le produit de cession résultant de l'exercice de l'option d'achat portant sur les 545.672 Actions Holding Indisponibles, qui deviendront disponibles à partir du 15 avril 2025, soit réinvesti par Cartusia (dont Monsieur Xavier BARBARO est le représentant légal) au niveau de BRHL MidCo.

Dans ces conditions, les dispositions du contrat de liquidité de Monsieur Xavier BARBARO ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.7 Plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier BARBARO

Monsieur Xavier BARBARO bénéficie, au titre du plan d'actions gratuites 2024 mis en place par la Société, d'une clause particulière d'acquisition de ses actions au *pro rata temporis* de son temps de présence en cas de départ pendant la période d'acquisition.

Il est rappelé que le Conseil d'administration de Neoen du 26 décembre 2024 devrait amender les termes et conditions des plans d'actions gratuites 2024, sous réserve de la finalisation de la cession du Bloc de Contrôle, et décider que les conditions de performance de ces actions sont entièrement satisfaites, sans changement de la période d'acquisition.

Dans ce contexte, Brookfield a prévu de proposer à Monsieur Xavier BARBARO de conclure un accord de liquidité tel que décrit ci-avant, ainsi qu'un nouveau plan de rétention en numéraire (« Bonus XB ») dans le cas où ce dernier serait amené à cesser ses fonctions au sein de Neoen en suite d'un départ, en contrepartie de sa renonciation à la part de ses actions gratuites 2024 acquises à la date du départ. Il est précisé que les actions gratuites 2024 non acquises à la date du départ seront définitivement perdues.

Le Bonus XB sera acquis le 1^{er} mars 2027 et son montant versé en numéraire après l'expiration de la période d'acquisition, sur la base du nombre d'actions gratuites 2024 acquises à la date de la cessation de ses fonctions au sein de Neoen.

Ce plan de rétention en numéraire a vocation à accorder à Monsieur Xavier BARBARO (sous réserve d'une démission de ses fonctions de président-directeur général de la Société à la suite de la réalisation du retrait obligatoire) un Bonus en numéraire en compensation de sa renonciation aux actions gratuites 2024 acquises *pro rata temporis* à la date de cessation de ses fonctions au sein de Neoen. La date d'acquisition du Bonus XB et son versement en numéraire sur la base d'un prix par action égal au prix d'Offre (soit 39,85 €) correspondent aux mêmes modalités que celles offertes aux autres titulaires d'actions gratuites 2024 dans le cadre du plan de rétention en numéraire qui leur est proposé.

Dans ces conditions, les dispositions du plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier BARBARO ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

10.8 Plan d'Actions Théoriques

Nous avons examiné le Plan d'Actions Théoriques qui sera mis en place par BRHL MidCo au bénéfice de certains dirigeants du Groupe, en ce compris Cartusia (dont Monsieur Xavier BARBARO est le représentant légal) (les « Managers »).

Celui-ci prévoit l'attribution d'Actions Théoriques aux Managers, qui permettront à leurs détenteurs de bénéficier d'une rémunération exceptionnelle (bonus) correspondant à une partie de la création de valeur réalisée en cas de survenance (i) de la cessation des fonctions d'un Manager, (ii) de l'introduction en bourse d'une société du Groupe, (iii) d'un transfert direct ou indirect d'actions dans BRHL MidCo, (iv) de la liquidation de BRHL MidCo ou (v) d'une distribution significative par BRHL MidCo (une « Sortie »), sous réserve de condition de présence.

Les Actions Théoriques ont pour seule vocation de quantifier les montants susceptibles d'être versés aux Managers, et ne confèrent aucun droit dans le capital de BRHL MidCo, ni aucun droit de vote à leurs détenteurs.

Les Actions Théoriques seront attribuées à hauteur de 30% à Cartusia (dont Monsieur Xavier BARBARO est le représentant légal), 20% à Monsieur Romain DESROUSSEAUX et 40% seront répartis entre les autres Managers, une réserve de 10% étant conservée pour des attributions ultérieures.

La valeur des Actions Théoriques sera dépendante de la réalisation du TRI cible de BRHL TopCo sur son investissement dans BRHL MidCo. Si le TRI cible est atteint, la valeur des Actions Théoriques correspondra à 4,5% du surplus de rentabilité (défini comme la différence entre le prix de sortie et la valeur revenant à BRHL TopCo), dans la limite de 400 M€. Il est précisé que la limite de 400 M€ apparaît relativement théorique dans la mesure où elle suppose la réalisation d'un TRI très élevé pour être atteinte.

En l'absence d'atteinte du TRI cible, la valeur des Actions Théoriques sera nulle.

Il est également prévu des ajustements en cas d'apport de nouveaux financements par BRHL TopCo ou de montants reçus par ce dernier (dividendes par exemple).

En d'autres termes, les Actions Théoriques organisent la répartition de la plus-value globale entre BRHL TopCo et les Managers en cas de survenance d'une Sortie, en fonction du TRI de BRHL TopCo. Ce mécanisme constitue un *incentive* par lequel BRHL TopCo rétrocèdera une quote-part de la création de valeur future aux Managers, permettant à ces derniers d'être directement intéressés sur la base de la performance financière future.

La valeur des Actions Théoriques ne comporte aucune garantie, celle-ci pouvant être nulle en cas d'insuffisance de performance (TRI inférieur à un certain seuil).

Les droits financiers attachés à ces Actions Théoriques apparaissent par ailleurs cohérents avec les pratiques de marché dans des opérations de même nature, et n'appelle pas de remarque au regard du Prix d'Offre.

10.9 Le Pacte d'actionnaires

BRHL TopCo, BRHL MidCo, Cartusia et Monsieur Xavier BARBARO prévoient de conclure un pacte d'actionnaires (le « Pacte d'Actionnaires ») afin de régir leurs relations au niveau de BRHL MidCo, laquelle détient indirectement 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur, dont les principaux termes sont résumés ci-après. Les managers de la Société bénéficiant du plan d'actions de rétention devront également adhérer à ce Pacte d'Actionnaires. Ces derniers ainsi que Cartusia, Monsieur Xavier BARBARO et Monsieur Romain DESROUSSEaux sont désignés ci-après « les Managers ».

Nous avons obtenu ce Pacte d'Actionnaires que nous avons examiné.

Celui-ci contient notamment des dispositions relatives à la gouvernance au niveau de BRHL MidCo et au transfert des titres émis par BRHL MidCo.

Gouvernance au niveau de BRHL MidCo

Les dispositions du Pacte d'Actionnaires relatives à la gouvernance de BRHL MidCo sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Transfert des titres émis par BRHL MidCo

Les principales dispositions en matière de transfert de titres de BRHL MidCo sont les suivantes :

- Un droit de préemption de BRHL TopCo sur les titres BRHL MidCo détenus par les Managers dans le cas où ces derniers souhaiteraient céder leurs titres à un tiers ;
- Une option de vente au bénéfice des Managers portant sur une quote-part des titres BRHL MidCo qu'ils détiennent, exerçable à certaines échéances. Le prix de cession des titres BRHL MidCo correspondra à leur valeur de marché à la date de la cession, qui pourra être déterminée par un expert indépendant en cas de désaccord entre les parties ;
- Une cession obligatoire des titres BRHL MidCo détenus par les Managers en cas de violation de certaines clauses prévues dans le Pacte d'Actionnaires. Dans cette hypothèse, le prix de cession des titres BRHL MidCo correspondra à 80 % de leur valeur de marché, qui pourra être déterminée par un expert indépendant en cas de désaccord entre les parties ;
- Un droit de sortie conjointe proportionnelle au bénéfice des Managers en cas de transfert par BRHL TopCo à un tiers d'une partie de ses titres BRHL MidCo, n'entraînant pas de changement de contrôle. Dans cette hypothèse, les Managers pourront exiger de céder la même proportion de leurs actions BRHL MidCo à ce tiers, selon des termes et conditions au moins aussi favorables que ceux offerts à BRHL TopCo ;
- Un droit de sortie conjointe totale au bénéfice des Managers en cas de transfert par BRHL TopCo à un tiers d'une partie de ses titres BRHL MidCo, entraînant un changement de contrôle. Dans cette hypothèse, les Managers pourront exiger de céder la totalité de leurs actions BRHL MidCo à ce tiers, selon des termes et conditions au moins aussi favorables que ceux offerts à BRHL TopCo ;

- Une obligation de sortie conjointe dans le cas où BRHL TopCo recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition d'un nombre de titres BRHL MidCo tel que ce tiers détiendrait une majorité du capital de BRHL MidCo. Dans cette hypothèse, BRHL TopCo aura le droit d'exiger des Managers qu'ils cèdent l'intégralité de leurs titres BRHL MidCo selon des termes et conditions au moins aussi favorables que ceux offerts à BRHL TopCo.

Selon notre analyse, le Pacte d'Actionnaires ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément de prix, à un mécanisme de prix garanti en cas de cession ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par BRHL TopCo ou BRHL MidCo au bénéfice des Managers (en ce compris Monsieur Xavier BARBARO). En particulier, il n'existe aucun prix ou formule de prix fixé pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées en cas de transfert par l'une des parties.

Les conditions du Pacte d'Actionnaires ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

10.10 Réinvestissement de Monsieur Xavier BARBARO et de Monsieur Romain DESROUSSEAUX

Il est prévu le réinvestissement par Monsieur Xavier BARBARO d'un montant d'environ 25 M€ par souscription d'actions ordinaires de BRHL MidCo. Le nombre d'actions BRHL MidCo à émettre en contrepartie de ce réinvestissement sera déterminé sur la base de la valeur des capitaux propres de cette dernière (nets des éventuelles distributions intercalaires) à la date de souscription.

Ce réinvestissement sera notamment financé avec le produit de cession des 545.672 Actions Holding Indisponibles, qui seront disponibles à partir du 15 avril 2025.

Il est par ailleurs envisagé un réinvestissement de Monsieur Romain DESROUSSEAUX en numéraire ou par voie d'apport de titres Neoen qu'il détient à BRHL MidCo, pour un montant d'environ 6,2 M€. Ce réinvestissement est une option proposée à Monsieur Romain DESROUSSEAUX, qui décidera ou non de réinvestir. Le nombre d'actions BRHL MidCo à émettre en contrepartie de ce réinvestissement sera déterminé sur la base de la valeur des capitaux propres de cette dernière (nets des éventuelles distributions intercalaires) à la date de souscription.

Comme on l'a vu, ils supporteront ensuite leur risque d'actionnaire et connaîtront l'évolution à la hausse ou à la baisse de leur réinvestissement.

Les conditions de ces réinvestissements en numéraire ou par apport de titres Neoen ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

11 Analyse et appréciation des observations reçues de la part de porteurs d'OCEANES

11.1 Courriers reçus en date du 17 octobre et du 16 décembre 2024

Nous avons été contactés par une société de gestion de services d'investissement, porteuse d'OCEANES 2020 et 2022, qui nous a transmis un courrier en date du 17 octobre 2024 et des précisions sur ce courrier le 16 décembre 2024.

Nous avons sollicité l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ainsi que le *Management* de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par le porteur d'OCEANES qui nous a saisi.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées par le porteur d'OCEANES ainsi que nos analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport.

Dans son courrier, la société de gestion porteuse d'OCEANES indique être « *soucieuse que le prix qui sera offert pour chacun des titres donnant accès au capital de Neoen dans le cadre de l'offre publique d'achat, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, qui sera déposée par Brookflid sous réserve de l'acquisition du bloc de contrôle, soit équitable et respecte le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires et détenteurs d'obligations convertibles* ».

Le porteur d'OCEANES ajoute avoir analysé deux précédents d'offres publiques portant notamment sur des OCEANES dans lesquels « *l'expert indépendant avait, à chaque fois, déterminé une fourchette de valeurs des OCEANES avant de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Ces fourchettes de valeurs ont été calculées sur la base d'une méthode multicritère parmi lesquelles l'évaluation résultant des formules prévues par les termes et conditions des OCEANES et l'évaluation à partir du modèle d'évaluation des options Black-Scholes, et en utilisant un ensemble de données telles que le cours de l'action, les dividendes, la volatilité des titres, la durée restante jusqu'à l'échéance des OCEANES et les taux d'intérêts* ».

Le porteur d'OCEANES estime que le prix des OCEANES « *ne représentent pas la juste valeur des OCEANES 2020 et des OCEANES 2022* » et détermine une fourchette d'évaluation sur la base de modèles optionnels issus de Bloomberg⁵⁷, en distinguant deux approches :

- L'approche dite « *Recalc method* » qui tient compte du prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen s'agissant du sous-jacent, d'une date d'ouverture de l'Offre en décembre 2024 ainsi que d'hypothèses de volatilité de l'action Neoen comprise entre 30% et 40% ;
- L'approche dite « *As of Method* » qui tient compte du cours de l'action Neoen avant annonce de l'Opération (*i.e.* de 31,40 € au 29 mai 2024) ou de l'objectif de cours des analystes le plus élevé avant annonce de l'Opération (soit 38,0 €) pour la valeur du sous-jacent, ainsi que d'hypothèses de volatilité de l'action Neoen comprise entre 30% et 40%.

⁵⁷ Bloomberg OVCV.

Les résultats de son évaluation se présentent comme suit :

OCEANES 2020

		Cb Price
1	Initial Tender Price = T&Cs method	CB @ 48.125
2	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/30vol
3	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/35vol
4	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/40vol
5	As of Method	Stk 31.4/May 24 /30vol
6	As of Method	Stk 31.4/May 24 Mat/35vol
7	As of Method	Stk 31.4/May 24 Mat/40vol
8	As of Method	Stk 38/May 24/30vol
9	As of Method	Stk 38/May 24/35vol
10	As of Method	Stk 38/May 24/40vol
	Median	49.9
	Standard Deviation	1.7

OCEANES 2022

		Cb Price
	Initial Tender Price = T&Cs method	CB @ 101.09
	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/30vol
	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/35vol
	Recalc Method	Stk 39.85/Dec 24/40vol
	As of Method	Stk 31.4/May 24 /30vol
	As of Method	Stk 31.4/May 24 Mat/35vol
	As of Method	Stk 31.4/May 24 Mat/40vol
	As of Method	Stk 38/May 24/30vol
	As of Method	Stk 38/May 24/35vol
	As of Method	Stk 38/May 24/40vol
	Median	103.7
	Standard Deviation	3.7

S'agissant de l'approche multicritère

Nous relevons que le porteur d'OCEANES n'a pas mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère, et a uniquement considéré un modèle optionnel.

Nous avons pour notre part mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La valeur contractuelle de conversion ajustée, correspondant à la valeur induite par l'Offre selon les termes et conditions des OCEANES ;
- La référence à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle ;
- L'analyse du cours de bourse des OCEANES 2020 et 2022 ;
- La valeur intrinsèque selon un modèle optionnel (Black & Scholes) en retenant une valeur de l'action Neoen avant annonce de l'Offre.

Nous présentons également à titre d'information la valeur intrinsèque selon un modèle optionnel (Black & Scholes) en retenant une valeur de l'action Neoen correspondant au prix d'Offre de 39,85€ (coupon détaché), critère que nous ne considérons pas pertinent.

Il est important de relever que dans le cas présent, les termes et conditions des OCEANES prévoient des parités de conversion ajustées (ou valeur contractuelle de conversion ajustée) afin d'indemniser les porteurs d'obligations pour la perte de valeur optionnelle en cas d'offre publique d'achat, en leur permettant de les convertir en actions ordinaires pendant la période d'offre sur la base d'une parité de conversion ajustée tenant compte de la perte de valeur temps.

Les termes et conditions des OCEANES prévoient également la possibilité pour les porteurs d'obligations, en cas de changement de contrôle, de demander le remboursement au pair des obligations augmenté des intérêts courus.

Le porteur d'OCEANES n'a pas analysé les valeurs ressortant de l'application des termes et conditions qui constituent pourtant des références centrales dans le cadre de l'appréciation des prix d'Offres puisque correspondant à la stricte application des accords contractuels sur la base desquels les titulaires d'OCEANES ont investi.

En particulier, concernant les OCEANES 2020 le prix offert correspond à la valeur induite par le prix d'Offre des actions Neoen ressortant de l'application de la parité de conversion ajustée sur la base d'une hypothèse d'ouverture de l'offre le 30 janvier 2025. Compte tenu du décalage de la date d'ouverture de l'offre (désormais attendue le 13 février 2025) et de la modification de la parité de conversion ajustée qui en résulte, le prix offert apparaît désormais légèrement supérieur à la valeur ressortant de l'application de la parité de conversion ajustée. Cette approche permet de ne pas léser les porteurs d'OCEANES puisque le prix qui leur est proposé tient compte directement de celui qui est offert aux actionnaires.

Concernant les OCEANES 2022, le prix offert correspondait initialement à la valeur induite par la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle. Cette valeur avait été retenue par l'Initiateur, car elle était supérieure à celle ressortant de l'application de la parité de conversion ajustée. En suite du rehaussement du prix d'offre des OCEANES 2022 annoncé le 24 janvier 2025, celui-ci apparaît désormais supérieur à la valeur induite par la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle.

S'agissant du cours de bourse, il ressort que celui-ci est inférieur aux prix d'Offres des OCEANES 2020 et 2022 sur des moyennes courtes et plus longues calculées avant l'annonce de l'Offre.

L'approche intrinsèque sur la base du cours de bourse de l'action Neoen avant annonce de l'Offre fait ressortir une valeur centrale inférieure à l'application des modalités prévues dans les termes et conditions pour les OCEANES 2020, comme pour les OCEANES 2022.

S'agissant des approches optionnelles mises en œuvre par le porteur d'OCEANES

Nous relevons que les calculs optionnels réalisés par le porteur d'OCEANES sur la base du cours de bourse avant annonce ressortent tous inférieurs aux prix d'Offres des OCEANES.

Ce calcul de la valeur intrinsèque sur la base du cours de l'action Neoen non affecté est selon nous le plus pertinent.

En effet, retenir le prix d'Offre de l'action Neoen ne reflète pas la situation des porteurs d'OCEANES avant l'annonce de l'Offre, et dans laquelle il convient de se replacer pour apprécier les prix proposés en « *stand alone* ».

C'est d'ailleurs la même approche qui est retenue pour les actionnaires, pour lesquels l'analyse du cours de bourse de la Société est réalisée avant l'annonce de l'Offre, et non après.

Nous rappelons que nos analyses (cf. §7.4.2.2) démontrent que le cours de bourse de l'action Neoen est liquide et représente une référence pertinente pour l'évaluation de la Société. Nous relevons également que ce cours de bourse s'inscrit dans le haut de notre fourchette de valeurs DCF.

Retenir l'objectif de cours des analystes le plus élevé, qui est très supérieur à la moyenne des 16 analystes suivant le titre (celle-ci étant proche du cours de bourse avant l'annonce), apparaît également peu représentatif de la vision du consensus sur la valeur non affectée de l'action Neoen.

Par ailleurs, les modèles optionnels de type Black & Sholes sont des modèles de marché théoriques qui ont pour objet de simuler un potentiel d'appréciation à partir d'une donnée de marché (le cours de bourse) en fonction d'autres paramètres de marché (la volatilité notamment). La volatilité, paramètre essentiel du modèle, est la dérivée des cours de bourse du sous-jacent. Appliquer une volatilité boursière à un prix d'offre qui n'est pas une donnée boursière ou de marché (qui plus est lorsqu'il existe un cours de bourse auquel se référer), a pour effet selon nous de surévaluer la valeur des OCEANES.

Enfin, si le prix d'Offre des actions Neoen devait être retenu pour les calculs de valeur intrinsèque, il conviendrait de tenir compte du fait que la volatilité de l'action serait considérablement réduite puisque l'action aurait atteint plus que son plein potentiel de valeur en *stand alone* sur la durée de vie restante, comme le démontre notre évaluation multicritère de Neoen, impactant ainsi négativement la valeur optionnelle.

Dans ces conditions, nous avons présenté à titre informatif le résultat de ce calcul qui présente selon nous un biais et des limites méthodologiques.

Nous relevons d'ailleurs que cette approche ne constitue pas davantage un critère d'appréciation principal dans les 2 opérations auxquelles le porteur d'OCEANEs se réfère, puisque soit elle est présentée à titre secondaire, soit elle n'est pas mise en œuvre.

En synthèse, nos analyses sur les différents points soulevés par le porteur d'OCEANE 2020 et 2022 ne nous conduisent pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre de 48,14€ pour les OCEANE 2020 et de 105.000€ (post rehaussement du prix annoncé le 24 janvier 2025) pour les OCEANE 2022.

11.2 Courriers reçus entre le 27 décembre 2024 et le 23 janvier 2025

Nous avons été contactés par plusieurs investisseurs porteurs d'OCEANEs 2020 et 2022, qui nous ont transmis des courriers entre le 27 décembre 2024 et le 23 janvier 2025.

Ces courriers portent sur notre détermination de la valeur intrinsèque des OCEANEs au regard des paramètres de marché utilisés pour nos calculs.

Certains investisseurs considèrent également qu'une approche fondée sur des modèles théoriques tels que Black-Scholes en intégrant le prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen devrait être utilisée comme référence pour le calcul de la valeur intrinsèque des OCEANEs,

Un investisseur présente une approche alternative dite « *delta ajustement or bond nuke* ».

D'autres investisseurs citent notamment l'offre publique de Worldline sur les titres Ingenico intervenue en 2020 pour laquelle le prix d'offre des OCEANEs était supérieur à leur valeur intrinsèque, ou l'approche d'évaluation des OCEANEs retenue pour l'offre publique sur EDF.

S'agissant de la détermination de la valeur intrinsèque des OCEANEs

Les courriers reçus mentionnent une valeur intrinsèque des OCEANEs 2020 comprise entre 47,57 € et 47,69 € et une valeur intrinsèque des OCEANEs 2022 comprise entre 103.315 € et 104.797 €, selon les paramètres de volatilité et de *spread* de crédit que nous avons utilisés initialement pour nos calculs (soit 124 bps pour les deux souches), un prix de l'action Neoen avant annonce de l'Offre de 31,40 € et des hypothèses de taux sans risque identiques ou supérieures à celles de Finexsi.

Les courriers mentionnent également une valeur intrinsèque des OCEANEs 2020 comprise entre 52,24 € et 52,32 € et une valeur intrinsèque des OCEANEs 2022 comprise entre 109.500 € et 112.220 €, selon les paramètres de volatilité et de *spread* de crédit que nous avons utilisés initialement pour nos calculs (soit 124 bps pour les deux souches), un prix de l'action Neoen de 39,85 € et des hypothèses de taux sans risque identiques ou supérieures à celles de Finexsi. Un courrier mentionne que l'hypothèse de volatilité devrait être de 44,35% et aboutit sur ces bases à un prix de 115.730 €.

Nous avons également reçu un courrier d'un investisseur indiquant que selon lui la valeur intrinsèque de l'OCEANE 2022 se situait autour de 97.000 €, comme cela ressort de l'évaluation réalisée par les Etablissements Présentateurs.

Par ailleurs, l'investisseur qui nous a contacté en octobre et décembre 2024 (cf. §11.1) avant l'émission de notre attestation d'équité retient un *spread* de crédit de 275 bps pour les OCEANES 2022 et l'investisseur qui nous a contacté le 15 janvier 2025 indique, à l'examen des paramètres des Etablissements présentateurs, qu'une « *fourchette plus appropriée aurait été 200-250 points de base* ».

Consécutivement aux remarques reçues de la part de ces porteurs d'OCEANES et d'analyses complémentaires que nous avons menées, nous avons dû reconsidérer notre hypothèse de *spread* de crédit et *in fine* retenu 250 bps pour les OCEANES 2022. Notre hypothèse de 124 bps pour les OCEANES 2020 (dont la maturité est plus courte que celle des OCEANES 2022) demeure pour sa part inchangée.

Nos calculs relatifs à la valeur intrinsèque des OCEANES ont été actualisés à la section 8.2.4 du présent rapport pour corriger l'erreur matérielle mais également analyser plus avant le niveau de *spread* retenu compte tenu des remarques formulées par les porteurs d'OCEANES.

S'agissant des OCEANES 2020, nous relevons également que les porteurs ont cédé sur le marché 1.103.895 OCEANES postérieurement au dépôt du projet de note d'information. Ces OCEANES ont été acquises par l'Initiateur au prix d'offre de 48,14 € le 3 janvier 2025 (509.104 OCEANES), le 6 janvier 2025 (431.000 OCEANES) et le 9 janvier 2025 (163.791 OCEANES).

S'agissant de la détermination de la valeur intrinsèque sur la base de modèles théoriques tels que Black-Scholes et du prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen

Un investisseur nous a fait part des commentaires suivants :

« Dans certaines circonstances, une "approche contractuelle" est également utilisée pour estimer la valeur intrinsèque de l'option de conversion en calculant la valeur immédiate des actions obtenues si l'obligation était convertie au prix de l'action en vigueur, en utilisant le ratio de conversion applicable prévu dans les termes et conditions des obligations. Cette approche devient pertinente dans les scénarios impliquant un changement de contrôle suivi d'une offre publique, comme dans le cas présent. Dans ces circonstances, les termes contractuels stipulent souvent, comme dans le cas présent, que les obligations deviennent soit immédiatement convertibles, avec des ajustements du ratio de conversion pour tenir compte de la perte de valeur temporelle, soit immédiatement remboursables. Ces ajustements visent à garantir que les détenteurs d'obligations ne soient jamais désavantagés par l'accélération du délai de conversion. Dans ce contexte, la multiplication du prix de l'offre par le ratio de conversion ajusté - reflétant l'impact du changement de contrôle et l'accélération du délai de conversion - permet d'obtenir un prix calculé pour l'OCEANE. Cette méthode offre une valorisation simple et immédiate, reflétant les termes directs de l'offre.

Cependant, bien que pratique, cette approche peut présenter des limites notables par rapport aux évaluations théoriques des obligations, comme cela est évident dans le cas présent. Cela dit, dans d'autres situations, ces limites peuvent ne pas s'appliquer.

Dans le contexte de modèles théoriques tels que Black-Scholes, le prix de l'offre publique d'actions est une donnée essentielle pour le calcul de la valeur intrinsèque et de la valeur temporelle de l'option. Contrairement à l'approche contractuelle, qui considère uniquement la valeur immédiate basée sur le prix de l'offre tel que prévu dans les termes et conditions des obligations, le modèle Black-Scholes capture des dynamiques de marché plus larges. Il intègre des facteurs tels que la volatilité du cours des actions, la durée restante jusqu'à l'échéance (avant le calendrier accéléré) et la probabilité d'augmentations futures du prix au-delà du prix de l'offre. Ce faisant, il fournit une évaluation plus complète et plus prospective de l'option.

L'approche contractuelle peut présenter une limitation importante dans sa capacité à prendre en compte la valeur temporelle de l'option dans certains cas, comme celui-ci. Les modèles théoriques tels que Black-Scholes quantifient explicitement cette valeur temporelle en tenant compte de la probabilité d'une appréciation future du cours de l'action pendant la période d'échéance initiale de l'obligation. Même dans les cas où le ratio de conversion ajusté compense la perte de valeur temporelle due à l'accélération, il ne fournit généralement qu'une compensation linéaire. Cet ajustement peut ne pas saisir toute la valeur potentielle qui pourrait résulter des conditions futures du marché ou de la volatilité des prix.

La volatilité, autre déterminant essentiel de la valeur d'une option, est également exclue dans la méthode contractuelle, du fait de l'application du contrat. Les modèles théoriques intègrent la volatilité pour tenir compte de la fourchette potentielle des mouvements futurs du cours de l'action, ce qui peut accroître considérablement la valeur de l'option, en particulier dans les marchés turbulents ou à la hausse. En revanche, l'approche contractuelle reste statique, liée exclusivement au prix de l'offre et au ratio de conversion ajusté, sans refléter ces dynamiques de marché.

En outre, l'approche théorique peut être plus en phase avec les attentes du marché concernant la performance de l'action à la suite d'un changement de contrôle. Une offre publique d'achat signale souvent des améliorations stratégiques ou opérationnelles potentielles sous le contrôle d'un nouveau propriétaire, conduisant à des synergies anticipées ou à une croissance future. Le modèle Black-Scholes intègre ces attentes grâce à son horizon temporel et à ses résultats pondérés par les probabilités, alors que l'approche contractuelle les néglige totalement. Cette omission peut entraîner une sous-évaluation de l'option, au détriment des détenteurs d'obligations.

Pour ces raisons, le modèle théorique, qui prend comme référence le prix de l'offre publique et s'en inspire pour inclure les facteurs dynamiques du marché, garantit une évaluation plus équitable pour les détenteurs d'obligations. En revanche, l'approche contractuelle, bien qu'immédiate et pratique, peut ne pas saisir toute la valeur que représente l'option.

En conclusion, la méthode contractuelle, qui résulte de l'application du contrat, peut présenter des limites dans la mesure où elle s'appuie sur le ratio de conversion ajusté et la valeur intrinsèque immédiate. Les modèles théoriques tels que Black-Scholes, qui intègrent le prix de l'offre publique ainsi que la valeur temporelle, la volatilité et les attentes prospectives du marché, fournissent une évaluation plus solide et plus juste dans certains cas ».

Il doit être relevé que le porteur d'Obligations n'écarte pas la méthode contractuelle. En effet, la méthode contractuelle s'appuie sur la valeur intrinsèque immédiate, c'est-à-dire en réalité le prix d'Offre de 39,85 € par action Neoen (ce qui assure l'égalité de traitement avec les actionnaires), ainsi qu'une indemnisation de la valeur temps au travers de la prime de conversion initiale (40% ou 35% selon les cas).

C'est pourquoi nous considérons que les clauses contractuelles constituent une référence incontournable dans le contexte, dès lors qu'elles sont précisément prévues pour être appliquées en cas d'offre publique ou de changement de contrôle, qu'elles sont connues de l'ensemble du marché et qu'elles ont été acceptées par les porteurs d'OCEANES comme caractéristiques de l'instrument au travers du contrat auquel ils ont souscrit. S'agissant d'un instrument obligataire, le contrat nous paraît en effet central.

La mise en œuvre d'un modèle du type Black-Scholes, théorique comme l'indique l'investisseur lui-même, fait partie de l'analyse multicritère pour l'appréciation du prix d'Offre. Cependant, la mise en œuvre de cette approche théorique doit se faire sur la base de paramètres non affectés par l'Offre afin de refléter la situation des porteurs d'OCEANES avant l'annonce de l'Offre, situation dans laquelle il convient de se replacer pour apprécier les prix proposés en « *stand alone* ». C'est d'ailleurs la même approche qui est retenue pour les actionnaires.

S'agissant de la volatilité, qui est un paramètre important de l'évaluation, l'investisseur indique que le modèle « *intègre des facteurs tels que la volatilité du cours des actions, la durée restante jusqu'à l'échéance (avant le calendrier accéléré) et la probabilité d'augmentations futures du prix au-delà du prix de l'offre* ». Comme nous l'avons vu pour l'évaluation des actions Neoen, le prix d'Offre par action fait ressortir des primes sur l'ensemble des critères analysés, en particulier sur le dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre et également sur le critère du DCF. Il en résulte que le prix offert pour les actions Neoen reflète plus que le plein potentiel de valeur en *stand alone* sur la durée de vie restante. Par conséquent, la « *probabilité d'augmentations futures du prix au-delà du prix de l'offre* », et donc la volatilité de l'action Neoen, s'en trouvent considérablement réduites. Cela aurait pour conséquence de diminuer très fortement la composante optionnelle des OCEANES, ce qui n'est pas appréhendé dans le courrier de l'investisseur, qui laisse croire que la probabilité d'appréciation future du cours de Neoen serait inchangée en *stand alone*, ce qui ne peut pas être le cas en considérant le prix d'Offre de 39,85 €, si l'on se réfère à nos travaux d'évaluation de l'action en *stand alone*. Sur ce sujet, nous renvoyons également aux développements figurant aux §8.2.4 et §11.1.

Par ailleurs, nous relevons que dans la transaction SAP / Business Objects de 2007 citée par l'investisseur, l'expert indépendant avait considéré que « [...] *pour se prononcer sur l'équité, d'un point de vue financier, du Prix Offert aux Porteurs d'Ornanes, l'expert indépendant doit le comparer à une valeur estimée à partir d'un cours du sous-jacent non affecté par l'Offre. Ainsi, comme nous l'avons écrit dans notre rapport, nous avons cependant estimé que si l'on devait retenir 42 € comme valeur du sous-jacent [i.e. le prix d'offre pour les actions] dans le cadre d'un modèle théorique d'évaluation, il aurait fallu retenir une anticipation de volatilité plus faible [...]. Dans la mesure où notre analyse multicritères a fait ressortir que le prix Offert par Action intégrait une prime de contrôle, nous avons considéré que la probabilité que la rentabilité de l'Action varie significativement s'est fortement réduite à ce niveau de prix [...]* ».

L'Investisseur ne retient pas cette remarque, pourtant essentielle. Sur ces bases, nous considérons que l'approche intrinsèque fondée sur des modèles d'évaluation théoriques et sur le prix d'Offre par action représente une information pour les porteurs d'OCEANES mais il ne nous paraît pas possible de la retenir comme un critère dominant, en particulier s'il n'est pas tenu compte des ajustements nécessaires sur les autres paramètres (notamment la volatilité) dans un contexte où le contrat de souscription prévoit la situation d'offre publique ou de changement de contrôle à laquelle il est alors nécessaire de se référer, à défaut de quoi les clauses contractuelles pourtant explicites pourraient s'avérer inopérantes.

Comme le relève l'investisseur, l'approche contractuelle est « *pertinente dans les scénarios impliquant un changement de contrôle suivi d'une offre publique, comme dans le cas présent* ». Le ratio de conversion ajusté permet d'indemniser à un niveau préétabli la perte de valeur liée au temps pour les porteurs d'OCEANES en cours de vie de l'instrument, et d'assurer l'égalité de traitement avec les actionnaires puisque c'est le prix d'Offre de l'action qui est pris en compte dans la formule de conversion.

S'agissant de l'approche d'évaluation « *delta ajustement or bond nuke* »

En complément de la détermination de la valeur intrinsèque sur la base d'un modèle Black-Scholes, un investisseur propose une méthode d'évaluation additionnelle, « *delta ajustement or bond nuke* », qui n'intègre pas d'hypothèses de *spread* de crédit ou de volatilité pour le calcul de la valeur intrinsèque.

Cette approche, fondée sur le prix d'Offre de 39,85 € par action, fait ressortir une valeur de 50,72 € pour les OCEANES 2020 et de 105.793,35 € pour les OCEANES 2022.

Nous comprenons que cette approche vise à déterminer la valeur de l'OCEANE qui permet d'indemniser un porteur ayant une stratégie de couverture sur les actions Neoen. Il ne s'agit selon nous pas d'une méthode d'évaluation en tant que telle mais d'un calcul permettant à l'investisseur d'être à l'équilibre financier dans le cadre d'une stratégie de *trading* qui lui est propre, qui ne concerne en rien les termes de la présente Offre.

S'agissant des offres publiques sur les titres Ingenico et EDF

Certains investisseurs ont notamment attiré notre attention sur l'offre publique de Worldline visant les actions et les OCEANES d'Ingenico, pour laquelle le prix offert pour les OCEANES était supérieur à leur valeur intrinsèque.

Nous ne disposons pas d'informations particulières sur cette opération, autres que celles disponibles publiquement. Nous comprenons qu'il s'agit d'un choix de l'Initiateur, qui est libre d'offrir un prix supérieur à la valeur intrinsèque s'il le souhaite.

Dans le cas présent, l'Initiateur propose un prix par OCEANE 2020 dans le haut de fourchette de notre évaluation intrinsèque et un prix par OCEANE 2022 (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025) supérieur à la borne haute de notre évaluation intrinsèque.

Au regard de la référence, centrale selon nous, aux dispositions contractuelles connues depuis leur émission par le marché et sur la base desquelles les porteurs d'OCEANES ont investi, le prix proposé par l'Initiateur pour l'OCEANE 2022 fait ressortir une prime significative s'agissant d'un instrument obligataire.

S'agissant de l'offre publique EDF, nous rappelons que notre approche intrinsèque de la valeur des OCEANES sur la base du prix d'Offre par action EDF était présentée à titre secondaire, et non à titre principal. Les explications figurant dans nos rapports sont adaptées et plus ou moins développées en fonction du contexte, raison pour laquelle certains éléments ou hypothèses peuvent ne pas faire l'objet de développements spécifiques, quand bien même ceux-ci seraient applicables. Cela est particulièrement le cas pour l'hypothèse d'une volatilité considérablement réduite en cas d'utilisation du prix d'Offre pour le calcul de la valeur intrinsèque des OCEANES, qui ne nécessitait pas de développements spécifiques dans le cas d'EDF, même si le raisonnement tenu dans le présent rapport pour les OCEANES Neoen trouvait également à s'appliquer.

En synthèse, nos analyses sur les différents points soulevés par les porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 ne nous conduisent pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre de 48,14 € pour les OCEANE 2020 et de 105.000 € pour le prix révisé des OCEANE 2022, fondée sur une analyse multicritère.

12 Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de Neoen

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 39,85 € par action (coupon détaché).

Ce prix d'Offre correspond à celui ressortant du contrat d'acquisition d'actions conclu par l'Initiateur avec Impala, le Fonds Stratégique de Participations géré par ISALT, Cartusia, Xavier BARBARO et d'autres actionnaires pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, dont la réalisation est intervenue le 27 décembre 2024.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 32,3 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, que nous considérons comme la méthode la plus appropriée. Celle-ci est fondée sur la trajectoire financière « *standalone* » communiquée par le *Management* et extrapolée jusqu'à la fin de la période d'exploitation des parcs. Cette trajectoire reflète les ambitions de croissance à horizon 2030E, avec un objectif de capacité installée de 15 GW financé sans recours à de nouvelles levées de fonds, ainsi que communiquée au marché. Elle repose sur la capacité du *Management* à maintenir un rythme soutenu de développement du parc sans dégradation de la performance financière, et permet d'appréhender le plein effet de la stratégie mise en œuvre et annoncée au marché. En cela, l'actionnaire bénéficie, selon ce critère retenu à titre principal, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action Neoen.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de Neoen qui le souhaitent, avec une prime de 27,4 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre, et une prime de 38,7 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 60,6 % et 65,0 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises de 20,4 % et 28,3 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre, également retenue à titre secondaire, fait pour sa part ressortir des primes de 4,9 % à 52,1 %.

En ce qui concerne le porteur d'OCEANE 2020

L'Offre porte également sur l'ensemble des OCEANES 2020 et 2022 émises par Neoen.

Le prix d'Offre des OCEANES 2020, soit 48,14 € par OCEANE extériorise une prime de +0,3% par rapport à la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique retenue à titre principal et déterminée dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 13 février 2025. Celle-ci résulte de la prise en compte du prix d'Offre des actions en application de la formule de conversion prévue dans les termes et conditions des OCEANES en cas d'offre publique.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2020 fait ressortir des primes sur l'ensemble des autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,7 % par rapport à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, (ii) une prime de 1,8 % sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre, et (iii) une prime de 0,8 % par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.

En ce qui concerne le porteur d'OCEANE 2022

Le prix d'Offre des OCEANES 2022, soit 105.000 € par OCEANE (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025), extériorise une prime de +3,6 % par rapport à la valeur ressortant de l'application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, prévue dans les termes et conditions des OCEANES, dont le montant est supérieur à la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique (soit + 5,4% sur le prix de conversion de 99.662 € par OCEANE 2022). Ces deux approches nous semblent dans le contexte les références qui doivent être retenues à titre principal.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2022 fait ressortir des primes sur les autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 6,3 % sur le dernier cours de bourse (intérêts courus inclus) avant l'annonce de l'Offre et (ii) également une prime de 4,6 % par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'engagement d'apport de Bpifrance, (ii) le contrat de liquidité, (iii) le plan de rétention en numéraire, (iv) le plan d'actions de rétention, (v) le contrat de liquidité de Monsieur Romain DESROUSSEAUX, (vi) le contrat de liquidité de Monsieur Xavier BARBARO, (vii) le plan de rétention en numéraire de Monsieur Xavier BARBARO, (viii) le Plan d'Actions Théoriques, (ix) le Pacte d'Actionnaires, et (x) le réinvestissement de Monsieur Xavier BARBARO et de Monsieur Romain DESROUSSEAUX, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 39,85 € (coupon détaché) par action, 48,14 € par OCEANE 2020 et 105.000 € par OCEANE 2022 (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et porteurs d'OCEANES 2020 et 2022 de Neoen, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 27 janvier 2025

Finexsi Expert & Conseil Financier



Maxime ROGÉON

Director



Olivier PERONNET

Partner

PJ : Annexes

13 Annexes

Présentation du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi Expert & Conseil Financier (Finexsi) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de Commissariat aux apports et à la fusion, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'évaluation d'entreprises dans de nombreux contextes et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

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

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co
mars-23	Lisi	Lisi	Degroef Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions	-
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
août-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat	-
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat	-
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-24	Esker SA	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat	Deutsche Bank
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire	TPICAP MIDCAP

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

Finexsi Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

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

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 400 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

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

1. Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission ;
2. Identification des risques et orientation de la mission ;
3. Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
4. Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
5. Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (*Share Purchase Agreement*, projet de note d'information, projet de note en réponse, accords connexes, etc.).
6. Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
7. Analyse des conditions de l'Acquisition du Bloc ;
8. Analyse du cours de bourse de Neoen :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
9. Revue de la trajectoire financière de la Société ;
10. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité ;
11. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers ;
12. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables ;
13. Analyse des objectifs de cours des analystes ;

14. Evaluation multicritère des OCEANE 2020 et 2022 :
 - Analyse du cours de bourse des OCEANES ;
 - Analyse de la clause de remboursement anticipé an cas de changement de contrôle ;
 - Analyse de la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique ;
 - Mise en œuvre de la valeur intrinsèque des OCEANES sur la base d'un modèle optionnel de Black & Scholes.
15. Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs ;
16. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur ;
17. Revue indépendante ;
18. Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

12 avril 2024	Désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant
2 mai 2024	Réunion de lancement avec les conseils financiers de la Société, présentation du contexte et de l'Opération
16 mai 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
17 mai 2024	Réunion de travail avec les conseils financiers de la Société
22 mai 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société
24 mai 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
28 mai 2024	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
11 octobre 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
22 octobre 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
29 octobre 2024	Réunion de travail avec les Etablissements Présentateurs sur les sujets de valorisation
30 octobre 2024	Réunion de travail avec les conseils juridiques de la Société
21 novembre 2024	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
2 décembre 2024	Réunion de travail avec les Etablissements Présentateurs sur les sujets de valorisation
16 décembre 2024	Deuxième point d'étape le Comité <i>ad hoc</i>

18 décembre 2024	Réunion de travail avec les Etablissements Présentateurs sur les sujets de valorisation
Du 18 au 23 décembre 2024	Revue indépendante du rapport du cabinet Finexsi
26 décembre 2024	Réception des lettres d'affirmation signées par Neoen et Brookfield
26 décembre 2024	Présentation de notre attestation d'équité au Comité <i>ad hoc</i>
Du 6 au 23 janvier 2025	Echanges avec certains porteurs d'OCEANES
27 janvier 2025	Présentation de notre attestation d'équité complétée au Comité <i>ad hoc</i>

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Comité *ad hoc*

- Bertrand DUMAZY, *Administrateur indépendant et Président du Comité ad hoc*
- Helen Lee BOUYGUES, *Administratrice indépendante et administratrice référente*
- Christophe GEGOUT, *Administrateur indépendant, jusqu'au 26 décembre 2024*
- Xavier BARBARO, *Président-Directeur Général, pour la réunion du 17 janvier 2025*

Neoen

- Xavier BARBARO, *Président-Directeur Général*
- Yves-Éric FRANÇOIS, *Directeur Financier Groupe*
- Sébastien MURCIA, *Directeur Financier France*

Bank of America, conseil financier de la Société

- Stéphane COURBON, *Chairman of Corporate & Investment Banking France*
- Patrick DELOE, *Managing Director*
- David OCHOA, *Managing Director*
- David ECOT, *Managing Director*
- Victor LE MEUR, *Vice President*
- Oluwafemi LAWAL, *Associate*
- Sirrine NEGGAL, *Associate*
- Augustin GICK, *Analyst*
- Nicolas REDE, *Analyst*

BNP Paribas, Établissement Présentateur

- Marie-Charlotte ETIENNE, *Co-Head of Advisory Finance*
- Tigrane ZARTARIAN, *Managing Director*
- John MARTENSSON, *Vice President*
- Loïc SAINT-GERMAIN, *Vice President*
- Ricardo CASTELLO, *Vice President*
- Pierre CAILLET, *Analyst*
- Joan GASPA, *Analyst*

Société Générale, Établissement Présentateur

- Patrick PERREAULT, Managing Director and Global Co-Head of M&A and Head of M&A France
- Julien BENHAMOU, Managing Director
- Emmanuel MENDER, *Director*
- Arnaud GIRARD, *Vice President*
- Loïc Delory, Associate
- Alexandre Sbaihi, Analyst

Bredin Prat, conseil juridique de la Société

- Olivier ASSANT, *Associé*
- Clémence FALLET, *Associée*
- Fleur HAZEWINDEL, *Senior Associate*
- Paul WORMS, *Avocat*
- Louis COCHOU, *Avocat*
- Charles Saint-Gilles, *Avocat*

CMS Francis Lefebvre, conseil juridique du Management

- François BOSSE-COHIC, *Counsel*
- Louise PAYSANT, *Avocate*

GIDE, conseil juridique du Comité adhoc

- Marcus BILLAM, *Associé*
- Olivier DIAZ, *Associé*
- Alexandre DURAND, *Associé*
- Gersende RENARD, *Associate*

Clifford Chance, Conseil juridique de l'Initiateur

- Benjamin de BLEGIERS, *Associé*
- Gilles LEBRETON, *Associé*
- Alexandre MERLE, *Senior Counsel*
- Catherine NAROZ, *Counsel*
- Alexandre NAMOUN, *Associate*

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération
- Documentation juridique, comptable et financière de Neoen
- Trajectoire financière 2024E-2030E de la Société
- Etudes de marché
- Notes d'analystes suivant le titre Neoen
- PV des Conseils d'administration tenus en 2022, 2023 et 2024
- Rapport d'évaluation de Neoen préparé par les Établissements Présentateurs
- Projet de note d'information et de note en réponse

Informations de marché

- Communication financière de Neoen entre 2019 et 2024 ;
- Communication de Neoen relative à l'Opération (communiqués de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : Capital IQ, Epsilon, MergerMarket, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Banque de France, Fonds Monétaire International, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : AIE, AIE-PVPS, McKinsey, rapports du Ministère de la transition énergétique, *Global Wind Report*, *Wind Energy Europe*.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Olivier PERONNET (*Partner*) et Monsieur Maxime ROGEON (*Director*), ont notamment été assisté de Monsieur Arthur LANDES (*Manager*), de Monsieur Charles-Louis NAVET (*Associate*) et de Monsieur Paul COTTON (*Associate*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, spécialiste en évaluation financière et Partner du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.

Lettre de mission

Finexsi – Expert & Conseil Financier

A l'attention de Messieurs

Olivier Péronnet et

Maxime Rogeon

14, rue de Bassano, 75116 Paris

Le 12 avril 2024

Messieurs,

Neoen S.A. (la « **Société** ») a pris connaissance de l'intention de Brookfield Renewable Power Limited (« **Brookfield** ») d'acquérir les actions Neoen détenues par Impala SAS (« **Impala** ») et le cas échéant par Cartusia SAS, Xavier Barbaro et sa famille avec qui Impala agit de concert ainsi que d'autres actionnaires de la Société (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** ») et, dans l'hypothèse où l'Acquisition du Bloc de Contrôle serait réalisée, de déposer à titre obligatoire auprès de l'Autorité des Marchés Financiers un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire (l'« **Offre** ») visant la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») ainsi que la totalité des obligations « vertes » à option de conversion et/ou d'échange en Actions nouvelles et/ou existantes à échéance du 2 juin 2025 (les « **OCEANes Vertes 2020** ») et à échéance du 14 septembre 2027 (les « **OCEANes Vertes 2022** », et ensemble avec les OCEANes Vertes 2020, les « **OCEANes Vertes** ») (les OCEANes Vertes, ensemble avec les Actions, les « **Titres** ») que Brookfield ne détiendrait pas à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, au prix notamment de 39,85 euros par Action (après prise en compte du dividende de 15 centimes d'euros devant être approuvé par l'assemblée générale annuelle de la Société).

L'Offre serait suivie, si les conditions légales et réglementaires sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire de toutes les Actions et OCEANes Vertes que Brookfield ne détiendrait pas à l'issue de l'Offre.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de la Société, sur proposition du Comité *ad hoc* préalablement constitué par le Conseil d'administration de la Société le 30 mars 2024 conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), vous a désignés en qualité d'expert indépendant, ce jour, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2°, 4° et 5° et II du règlement général de l'AMF et conformément à l'instruction AMF n° 2006-08 et à la recommandation AMF n° 2006-15.

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre de l'article 261-1, I, 1°, 2°, 4° et 5° et II du règlement général de l'AMF.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions AMF n° 2006-07 et n° 2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n° 2006-15 « Expertise dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante a pour objectif de permettre au Conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre ainsi que le caractère équitable de la contrepartie offerte dans le cadre du retrait obligatoire afin de rendre son avis motivé.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaires à la conduite de votre mission, lesquelles diligences comporteront, notamment et à titre non exhaustif, les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du Comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la Direction des émetteurs et de la Direction des offres publiques au sein de l'AMF et, le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- la participation aux réunions du Comité *ad hoc* et du Conseil d'administration sur invitation de leurs Présidents ;
- l'analyse des comptes et du plan d'affaires (et autres éléments prévisionnels le cas échéant) de la Société ;
- l'analyse critique des hypothèses retenues dans le cadre de la valorisation de la Société ;
- une évaluation des Titres reposant sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ; en particulier, la vérification de la cohérence des hypothèses et paramètres utilisés dans la valorisation des Actions d'une part et des OCEANes Vertes d'autre part, afin de s'assurer que le mode de détermination par l'initiateur du prix de chacune de ces catégories de Titres ne repose pas sur des hypothèses incohérentes avec celles retenues pour l'autre catégorie de Titres ;
- l'analyse des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- les éventuels échanges avec des actionnaires et l'AMF ;
- l'évaluation du caractère équitable de la contrepartie offerte dans le cadre du retrait obligatoire ; et
- la rédaction de votre rapport conformément aux termes de la réglementation.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission, laquelle s'effectuera dans le respect de l'engagement de confidentialité conclu avec la Société le 12 avril 2024.

Calendrier

Brookfield envisage dans sa lettre d'offre non-engageante que l'Offre soit clôturée au cours du quatrième trimestre 2024.

Il est rappelé en tout état de cause que l'article 262-1, II du règlement général de l'AMF prévoit qu'à compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Conflits d'intérêts

Nous comprenons que le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier et ses représentants Messieurs Olivier Péronnet et Maxime Rogeon sont indépendants de la Société, de ses actionnaires et de l'initiateur. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces derniers et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêts visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08.

Budget

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires à environ 350.000 euros hors taxes, frais et débours. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre. En cas de cessation anticipée de l'exécution des prestations pour quelque raison que ce soit, la Société vous réglera vos honoraires, frais et débours raisonnablement engagés et dûment documentés que vous aurez engagés jusqu'à la date de cessation.

Vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, Messieurs, en l'expression de nos salutations distinguées,

DocuSigned by:

Xavier Barbaro

9BC463A778624FA...

Neoen S.A

Par : Monsieur Xavier Barbaro



Note complémentaire à l'attestation d'équité (rapport complété) du 27 janvier 2025

*Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par Brookfield sur les
titres de Neoen SA*

NEOEN

7 février 2025



FINEXSI - EXPERT & CONSEIL FINANCIER
Société de Commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 353 654€ - RCS Paris B 415 195 189

14, rue de Bassano
75116 Paris

Tél. : 01 43 18 42 42
finexsi@finexsi.com

À la demande de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), nous avons établi la présente note complémentaire à l'attestation d'équité du 27 janvier 2025 (rapport complété) afin de formaliser notre analyse des nouveaux courriers reçus de la part de trois porteurs d'OCEANES postérieurement à la date d'établissement de notre attestation d'équité du 27 janvier 2025.

À l'exception des analyses complémentaires présentées dans cette note complémentaire, les autres éléments figurant dans notre attestation d'équité du 27 janvier 2025 demeurent valables.

1 Analyse et appréciation des nouvelles observations reçues de la part de porteurs d'OCEANES

L'AMF nous a communiqué un courrier daté 30 janvier 2025 qu'un porteur d'OCEANE lui a adressé. Un second porteur d'OCEANE nous a communiqué un courrier daté du 31 janvier, également adressé à l'AMF et un troisième nous a communiqué un courrier le 4 février 2025.

Nous analysons ci-après les différents points soulevés dans ces courriers sur les sujets qui nous concernent, étant précisé que ces courriers reprennent certains éléments qui nous avaient déjà été communiqués par les investisseurs et auxquels nous avons répondu dans notre attestation d'équité du 27 janvier 2025.

S'agissant des pratiques de marché

Selon les investisseurs *« les précédents de marché démontrent qu'en cas d'offre publique impliquant des obligations convertibles, la valorisation est toujours fondée sur le prix d'offre des actions et intègre à la fois la valeur intrinsèque et la valeur temps de l'option de conversion. Dans son offre révisée, Brookfield continue de s'écarter de cette méthodologie en minorant la valeur optionnelle des OCEANES 2022, en contradiction avec les standards appliqués dans des opérations comparables »*.

L'analyse des précédents de marché sur une période de 20 ans montre que les clauses contractuelles sont quasi systématiquement examinées par l'expert indépendant. En revanche la pratique est hétérogène sur le fait de retenir ou non le prix d'offre des actions pour la détermination de la valeur intrinsèque. On constate toutefois que le cours de bourse non affecté (i.e. avant annonce de l'offre) est plus souvent utilisé que le prix d'offre.

La doctrine de l'AMF issue de son rapport annuel 2008 souligne la nécessité de justifier l'évaluation des OCEANES en s'appuyant sur une analyse multicritère afin *"de conserver une cohérence entre le prix offert pour les titres donnant accès au capital et les éventuelles clauses figurant à leur contrat d'émission, ces dernières pouvant contenir des références déterminantes pour la fixation du prix."*

Lors de l'offre de SAP sur Business Objects en 2007, certains détenteurs d'ORNANES avaient également remis en question l'approche de l'expert, demandant que la valorisation soit basée sur la valeur théorique calculée en fonction du prix d'offre pour les actions ordinaires, plutôt que sur le cours précédant l'annonce.

Dans sa décision de conformité du 28 novembre 2007, l'AMF a notamment motivé sa décision en relevant que :

« dans son rapport, il [i.e. l'expert] calcule la valeur théorique des « Ornanes » sur la base d'une volatilité comprise entre 25% et 35% et d'une valeur de l'action BUSINESS OBJECTS non affectée par l'offre, comprise dans la fourchette de valorisation (31 € – 37 €) issue de l'analyse multicritères qu'il a mise en œuvre, mais souligne également que si le prix de 42 € [i.e. le prix d'offre pour les actions] était retenu comme valeur sous-jacente de l'action BUSINESS OBJECTS, la volatilité devrait alors tenir compte de la moindre amplitude des variations du cours de l'action BUSINESS OBJECTS compte tenu de la situation d'offre publique, ce qui l'amènerait alors à retenir une volatilité inférieure à 30% [i.e. inférieure à celle observée avant offre] ».

Ce sont exactement ces principes qui ont été suivis et mis en œuvre dans le cadre de notre rapport.

S'agissant de l'approche retenue dans le dossier EDF

L'investisseur indique que « Finexsi avait tenu un raisonnement totalement inverse dans l'évaluation des OCEANES d'EDF (OPA EDF/Etat Français), où l'évaluation de la valeur des obligations convertibles intégrait pleinement le prix de l'offre à titre de « seconde valorisation », sans affecter aucunement l'hypothèse de volatilité retenue [...] l'Expert présentait alors son hypothèse de valorisation théorique des OCEANES fondée sur le prix de l'offre comme une « seconde valorisation », et non comme une valorisation produite « à titre informatif ». Pourquoi une méthodologie qui était pleinement reconnue comme valable dans le cas d'EDF serait-elle réduite à un simple élément « informatif » dans l'attestation d'équité de l'offre publique de Neoen ? »

Ce n'est pas ce que nous avons écrit dans notre rapport EDF. Dans ce dossier, c'est le contrat qui a été appliqué à titre principal. Nous avons déjà considéré que l'approche fondée sur le prix d'offre ne constituait pas une référence principale, comme c'est également le cas pour Neoen. Par ailleurs la volatilité n'avait pas été modifiée, comme c'est également le cas sur Neoen.

Une approche présentée à titre secondaire n'est pas « *pleinement reconnue comme valable* ». Elle est considérée comme moins pertinente que les approches présentées à titre principal et n'est par conséquent pas placée au même niveau que les autres dans la hiérarchie des critères. Nous avons toujours considéré que c'était la valeur contractuelle qui doit être retenue, critère que le premier investisseur élude totalement en parfaite contradiction avec son précédent courrier du 25 janvier 2025.

S'agissant de la prime offerte aux porteurs d'OCEANES 2022 et de l'égalité de traitement

Un investisseur indique que « *Même après la révision du prix offert à 105.000 euros, la prime offerte aux porteurs d'OCEANES 2022 par rapport au dernier cours pré-offre de l'instrument financier reste inférieure à celle accordée aux actionnaires. Cette décote relative crée une rupture manifeste de l'égalité de traitement, contraire aux principes fondamentaux des offres publiques d'achat.* »

Nous rappelons qu'une OCEANE n'est pas une action, elle n'en réplique donc pas l'évolution (existence d'un floor au niveau du nominal, d'une rémunération propre avec les intérêts, d'un cap au cas d'espèce, d'échéances, etc.).

Nous rappelons également que les créanciers obligataires ne sont pas placés sur le même plan que les actionnaires en raison notamment de :

- La nature des droits : les actionnaires détiennent des droits de propriété (droit aux dividendes, droit de vote), tandis que les obligataires sont des créanciers ayant droit à un remboursement du capital et des intérêts selon les termes du contrat d'émission ;
- La position dans la hiérarchie des paiements : en cas de liquidation de la société, les créanciers obligataires sont prioritaires par rapport aux actionnaires dans le paiement des dettes. Les obligataires ne sont pas exposés au risque d'actionnaire.

Par conséquent, nous ne voyons pas selon quel fondement des obligations convertibles devraient avoir une prime équivalente à celle des actions alors même que lesdits instruments ne sont pas de la même nature et ne sont pas exposés aux mêmes risques.

L'égalité de traitement ne doit s'apprécier qu'au sein d'une même catégorie d'instruments.

Concernant l'évaluation des OCEANES, c'est bien le contrat qui permet d'assurer le traitement homogène entre les instruments en prenant comme référence, dans la formule de conversion, le prix d'Offre et en ajustant la prime de conversion de la disparition de la valeur temps. Il ne nous semble pas possible de considérer qu'une offre sur les OCEANES ne serait pas équitable dès lors qu'elle respecterait les clauses contractuelles, en particulier s'agissant d'une clause de conversion calculée sur la base du prix d'Offre qui assure la cohérence dans le traitement des obligataires. Or en l'espèce, ce critère aboutit à une valeur de 99.662 € ce qui extériorise une prime de 5,4% pour le prix d'Offre de 105.000 €.

Il est également important de rappeler qu'un autre porteur d'OCEANE qui nous a contacté, ayant une stratégie d'investissement différente de celui-mentionné ci-dessus, considère quant à lui que la valeur intrinsèque de l'OCEANE 2022 se situe autour de 97.000 €, comme cela ressort également de l'évaluation réalisée par les Etablissements Présentateurs.

S'agissant des hypothèses de calcul retenues

Un investisseur indique que « *Brookfield continue d'utiliser un prix théorique des OCEANES 2022 calculé sur la base du cours de l'action Neoen avant l'annonce de l'offre publique (31,40 €), plutôt que sur le prix de l'offre publique (39,85 €). Ce choix méthodologique induit une sous-évaluation structurelle des OCEANES et aboutit à une offre désavantageuse pour leurs porteurs par rapport aux actionnaires* ».

Nous renvoyons à notre rapport du 27 janvier 2025 dans lequel la réponse à ce point est largement explicitée et rappelons les éléments suivants :

Nous considérons que pour mettre en œuvre l'approche intrinsèque selon le modèle Black & Scholes, la référence au prix d'Offre de 39,85 € est incohérente pour les raisons suivantes :

- Il convient de se référer à des paramètres non affectés par le prix d'Offre afin de refléter la situation des porteurs d'OCEANES avant l'annonce de l'Offre, dans laquelle il convient de se replacer pour apprécier les prix proposés en « stand alone », comme nous le faisons pour apprécier le prix d'Offre des actions ;
- La volatilité de l'action, qui est une mesure de l'amplitude des variations attendues de la rentabilité du sous-jacent sur une période donnée, devrait être considérablement réduite (et par conséquent sensiblement inférieure à celle observée avant l'annonce de l'Offre autour de 32,5%), traduisant le fait que l'action aurait atteint plus que son plein potentiel de valeur en *stand alone* sur la durée de vie restante (la probabilité que la rentabilité de l'action varie fortement s'en trouvant fortement réduite à ce niveau de prix), comme le démontre notre évaluation multicritère de l'action Neoen, impactant ainsi négativement la valeur optionnelle. Cependant, le niveau de volatilité correspondant à cette situation ne pouvant pas être appréhendé, nous avons maintenu par défaut le niveau de 32,5% pour les calculs, ce qui a pour conséquence mécanique de surévaluer la valeur des OCEANES. C'est la raison pour laquelle nous présentons ce calcul à titre informatif, considérant qu'il ne peut servir de base à l'appréciation des termes de l'Offre, et que c'est le cours de l'action avant Offre, de façon homogène avec les analyses réalisées pour apprécier l'Offre pour les actionnaires, qui est la base de référence appropriée.

Un calcul reposant sur le cours de bourse non affecté (i.e. avant annonce de l'Offre) est le seul qui permette une homogénéité de l'ensemble des paramètres de calcul (volatilité, coût du crédit, taux de prêt emprunt), contrairement à une hypothèse où le sous-jacent serait retenu au prix d'Offre, toutes choses égales par ailleurs, dans laquelle les paramètres seraient ainsi incohérents entre eux.

Un autre investisseur considère que « *si l'OPA engagée par BROOKFIELD devait échouer, l'action devrait continuer à être traitée autour de 39.85€, auquel cas l'OCEANE 2022 se traitera bien sur les niveaux des valeurs théoriques post-offre (i.e. au moins 110.000€)* ».

Si l'on suit la logique de cet argument, on en déduit que l'OCEANE 2022 aurait également dû traiter sur des niveaux cohérents avec sa valeur théorique pré-offre (soit 100.408 € selon nos calculs avec comme référence le cours de bourse non affecté). Or cela n'était absolument pas le cas puisque le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'offre était de 98.753 €.

Le premier investisseur conteste également notre approche selon laquelle le niveau de volatilité serait considérablement réduit dans le cas où l'action aurait atteint plus que son plein potentiel de valeur en *stand alone*, et indique notamment que la référence à l'offre publique de SAP sur Business Objects de 2007 est « [...] *totalelement inappropriée. En effet, les conditions de marché de 2007 et de 2024 sont radicalement différentes, notamment en termes de régime de volatilité et de primes de contrôle. Comparer un environnement de marché pré-crise financière avec le contexte actuel n'a, de ce point de vue, aucune pertinence analytique* ».

Nous ne comparons à aucun moment les niveaux de volatilité déterminés en 2007 et en 2024, ce qui n'aurait évidemment pas de sens, la volatilité déterminée par l'expert sur Business Objects en 2007 n'étant même pas mentionnée dans notre rapport. Il n'est pas ici question de conditions de marché à l'une ou l'autre des deux dates, qui n'ont aucune incidence sur le principe selon lequel une action qui aurait atteint plus que son plein potentiel de valeur verrait sa volatilité considérablement réduite.

Nous rappelons les éléments déjà mentionnés dans notre rapport du 27 janvier 2025, à savoir que l'expert indépendant sur la transaction SAP / Business Objects de 2007 avait tenu le même raisonnement que le nôtre, et que celui-ci avait par ailleurs été suivi par l'AMF dans sa décision de conformité (cf. ci-avant) :

« [...] pour se prononcer sur l'équité, d'un point de vue financier, du Prix Offert aux Porteurs d'Ornanes, l'expert indépendant doit le comparer à une valeur estimée à partir d'un cours du sous-jacent non affecté par l'Offre. Ainsi, comme nous l'avons écrit dans notre rapport, nous avons cependant estimé que si l'on devait retenir 42 € comme valeur du sous-jacent [i.e. le prix d'offre pour les actions] dans le cadre d'un modèle théorique d'évaluation, il aurait fallu retenir une anticipation de volatilité plus faible [...]. Dans la mesure où notre analyse multicritère a fait ressortir que le prix Offert par Action intégrait une prime de contrôle, nous avons considéré que la probabilité que la rentabilité de l'Action varie significativement s'est fortement réduite à ce niveau de prix [...] ».

Nous relevons également que l'investisseur qui nous a écrit le 4 février 2025 reconnaît que la volatilité de l'action devrait diminuer *post-offre*, sans toutefois préciser de méthode fiable pour estimer l'ajustement de volatilité à opérer dans ce cas.

S'agissant des calculs réalisés

Un courrier indique que « *dans son attestation d'équité amendée, Finexsi aboutit en effet, sur la base d'un spread de crédit de 250bps et des autres hypothèses inchangées, à une valeur théorique de 100.408 euros pour les OCEANES 2022.*

Or, en appliquant ce même spread de crédit, et l'ensemble des autres hypothèses de l'expert sur la base d'une méthode de calcul conventionnelle, mon client obtient pour sa part, une valeur théorique de 101.680 euros, soit un écart de plus de 1.000 euros. [...]

Ces erreurs de calcul se retrouvent également dans l'estimation de la valeur théorique des OCEANEs 2022 présentée par l'expert "à titre informatif", sur la base d'une hypothèse de cours du titre de Neoen de 39,85 euros (correspondant à l'offre publique). Dans cette hypothèse, l'expert aboutit en effet à une valeur théorique de 106.626 euros pour les OCEANEs 2022, alors qu'une méthode de calcul conventionnelle, sur la base des mêmes hypothèses, nous conduit à une valeur théorique de 109.870 euros. [...] ».

Au sujet des écarts qui peuvent exister selon les sources, nous relevons les éléments suivants :

- Les porteurs d'OCEANEs qui nous ont contacté en suite de l'émission de notre premier rapport du 26 décembre 2024 nous ont fait part de leurs calculs sur la base des hypothèses que nous avons utilisées. Leurs calculs ressortent (pour l'OCEANE 2022) dans une fourchette comprise entre 103.315 € et 104.797 € avec un prix de l'action Neoen de 31,40 €, soit un écart de 1.482 € entre la fourchette basse et la fourchette haute, c'est-à-dire entre les investisseurs eux-mêmes.

En considérant le prix d'offre de 39,85€ par action Neoen, leurs calculs ressortent dans une fourchette comprise entre 109.500 € et 112.220 €, soit un écart de 2.720 € entre la fourchette basse et la fourchette haute.

- Par ailleurs, dans son courrier adressé à l'AMF le 31 janvier 2025, un autre investisseur indique que « *les nouvelles données de FINEXSI devraient aboutir à une valorisation des OCEANEs 2022 à 100.477€* », soit un prix quasi-identique à celui de 100.408 € que nous déterminons dans notre rapport du 27 janvier 2025.

En synthèse, nous confirmons le résultat des calculs que nous avons présentés dans notre rapport du 27 janvier 2025, lesquels sont quasi identiques à ceux déterminés par un investisseur dans son courrier du 31 janvier 2025. Nous relevons par ailleurs que les investisseurs eux-mêmes, qui sont tous des professionnels, aboutissent à des valeurs différentes sur la base d'hypothèses pourtant identiques.

S'agissant de la méthode du « *delta adjustment* » ou « *bond nuke* »

Les commentaires figurant dans notre rapport du 27 janvier 2025 sur la méthode de calcul, sont ceux formulés par un investisseur, que nous avons reproduits :

« We propose an additional valuation methodology, which returns similar fair values to those returned by the bond pricer, but without reliance on the credit spread and volatility input assumptions used by Finexsi to determine intrinsic value »¹.

¹ Souligné par nos soins

Dans le courrier qui nous a été adressé le 4 février 2025, l'investisseur ajoute que nous ne prenons pas en compte la méthode du *delta adjustment* alors que celle-ci serait largement utilisée par les investisseurs en obligations convertibles pour déterminer la valeur de l'obligation pour laquelle une position delta neutre résulte en un bénéfice neutre, c'est-à-dire qu'il n'y a ni bénéfice ni perte pour l'investisseur. Il s'agit d'une mesure de la *fair value* qui permet d'assurer une égalité de traitement entre les actionnaires et les investisseurs en obligations convertibles.

Nous avons échangé avec les investisseurs et comprenons que dans certains cas le prix d'offre des OCEANES pouvait correspondre à une valeur théorique sur la base du dernier cours de bourse non affecté, ajusté en delta.

Cette approche simplificatrice nous semble présenter des limites notamment dans la mesure où elle n'apparaît pas pleinement adaptée dans le cas de variations importantes de la valeur (de 31,40 € à 39,85 € au cas d'espèce). Toutefois, son résultat ne remet pas en cause la fourchette de valeur issue de notre approche multicritère.

Les commentaires de l'investisseur confirment également les éléments mentionnés dans notre rapport du 27 janvier 2025, à savoir que cette approche vise à déterminer la valeur de l'OCEANE qui permet d'indemniser un porteur ayant une stratégie de couverture sur les actions Neoen. Il ne s'agit selon nous pas d'une méthode d'évaluation en tant que telle mais d'un calcul permettant à l'investisseur d'être à l'équilibre financier dans le cadre d'une stratégie de *trading* qui lui est propre, qui ne concerne en rien les termes de la présente Offre.

Par ailleurs, nous relevons que sur l'ensemble des offres portant sur des opérations convertibles depuis 2006, aucune banque présentatrice ni aucun expert indépendant n'a jamais retenu explicitement cette approche par *delta adjustment*, puisqu'elle n'a jamais été mentionnée dans la documentation des offres.

S'agissant des OCEANES 2020

Un investisseur indique qu'il accueille favorablement le rehaussement du prix des OCEANES 2022 mais que le prix des OCEANES 2020 devrait également être relevé par cohérence dans les principes d'évaluation retenus.

Le prix d'Offre des OCEANES 2020 a été déterminé par référence à la valeur contractuelle de conversion ajustée et se situe dans le haut de fourchette de la méthode intrinsèque et ne fait pas ressortir d'incohérence avec le prix proposé pour les OCEANES 2022, même si celui-ci se situe légèrement au-dessus de la fourchette haute de la valeur intrinsèque.

L'approche multicritère mise en œuvre pour valoriser les deux OCEANES est identique.

2 Rappel de la synthèse des valeurs des OCEANES

La valeur des OCEANES 2020 et 2022 se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation retenues :

2.1 OCEANES 2020

Synthèse des valeurs des OCEANE 2020

Valeur par OCEANE issue des méthodes et références de valorisation (€)				Prime / (décote) offerte par le prix d'Offre de 48,14€			
				Prix d'Offre 48,14€	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
Méthodes et références retenues à titre principal	Cours de bourse	Spot (au 29 mai 2024)	47,31			+1,8%	
		Moyenne 1 mois	46,52			+3,5%	
		Moyenne 60 jours	45,87			+4,9%	
		Moyenne 3 mois	45,82			+5,1%	
		Moyenne 6 mois	45,21			+6,5%	
		Moyenne 12 mois	44,75			+7,6%	
		Moyenne 24 mois	46,65			+3,2%	
	Clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle		46,44			+3,7%	
	Valeur contractuelle de conversion ajustée		47,74	47,98		+0,3%	
À titre informatif	Valeur intrinsèque (prix de l'action 31,40€)		46,96	48,27	+2,5%	+0,8%	-0,3%
	Valeur intrinsèque (prix de l'action 39,85€)		50,21	50,67	-4,1%	-4,7%	-5,0%

Le prix d'Offre des OCEANES 2020, soit 48,14 € par OCEANE extériorise une prime de +0,3% par rapport à la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique retenue à titre principal et déterminée dans l'hypothèse d'une ouverture de l'Offre le 13 février 2025. Celle-ci résulte de la prise en compte du prix d'Offre des actions en application de la formule de conversion prévue dans les termes et conditions des OCEANES en cas d'offre publique.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2020 fait ressortir des primes sur l'ensemble des autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 3,7 % par rapport à la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, (ii) une prime de 1,8 % sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre, et (iii) une prime de 0,8 % par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque.

Nous rappelons que le critère de la valeur intrinsèque déterminée par référence au prix d'offre ne peut constituer une référence dès lors que les paramètres pour le mettre en œuvre ne sont pas cohérents entre eux, en particulier la volatilité.

2.2 OCEANES 2022

Synthèse des valeurs des OCEANE 2022

Valeur par OCEANE issue des méthodes et références de valorisation (€)					Prime / (décote) offerte par le prix d'Offre de 105 000€			
					Prix d'Offre 105 000€	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
Méthodes et références retenues à titre principal	Cours de bourse	Spot (au 29 mai 2024)	98 753			+6,3%		
		Moyenne 1 mois	96 775			+8,5%		
		Moyenne 60 jours	95 002			+10,5%		
		Moyenne 3 mois	94 838			+10,7%		
		Moyenne 6 mois	93 415			+12,4%		
		Moyenne 12 mois	92 621			+13,4%		
		Moyenne 21 mois	94 972			+10,6%		
	Clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle			101 382		+3,6%		
	Valeur contractuelle de conversion ajustée			99 662		+5,4%		
	Valeur intrinsèque (prix de l'action 31,40€)		96 657	100 408	103 697	+8,6%	+4,6%	+1,3%
À titre informatif	Valeur intrinsèque (prix de l'action 39,85€)		102 728	106 626	109 503	+2,2%	-1,5%	-4,1%

Le prix d'Offre des OCEANES 2022, soit 105.000 € par OCEANE (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025), extériorise une prime de +3,6 % par rapport à la valeur ressortant de l'application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, prévue dans les termes et conditions des OCEANES, dont le montant est supérieur à la valeur contractuelle de conversion ajustée en cas d'offre publique (soit + 5,4% sur le prix de conversion de 99.662 € par OCEANE 2022). Ces deux approches nous semblent dans le contexte les références qui doivent être retenues à titre principal.

Nous observons que le prix d'Offre des OCEANES 2022 fait ressortir des primes sur les autres critères retenus à titre principal, à savoir (i) une prime de 6,3 % sur le dernier cours de bourse (intérêts courus inclus) avant l'annonce de l'Offre et (ii) également une prime de 4,6 % par rapport à la valeur centrale de la méthode intrinsèque et une prime de 1,3% sur la borne haute.

Nous rappelons que le critère de la valeur intrinsèque déterminée par référence au prix d'offre ne peut constituer une référence dès lors que les paramètres pour le mettre en œuvre ne sont pas cohérents entre eux, en particulier la volatilité.

3 Conclusion

Les compléments et développements exposés supra ne modifient pas notre conclusion, telle qu'elle figure au paragraphe 12 de notre attestation d'équité (rapport complété) du 27 janvier 2025, quant au caractère équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Neoen et les porteurs d'OCEANEs, du prix d'Offre de 39,85 € (coupon détaché) par action, 48,14 € par OCEANE 2020 et 105.000 € par OCEANE 2022 (après rehaussement annoncé le 24 janvier 2025), y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 7 février 2025

Finexsi Expert & Conseil Financier



Maxime ROGÉON

Director



Olivier PERONNET

Partner

10. AUTRES INFORMATIONS SUR LA SOCIETE

Les autres informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, ces informations seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.neoen.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Neoen, 22 rue Bayard, 75008 Paris, France.

11. PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE EN REPONSE

« En application de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent document de réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Xavier Barbaro, président du conseil d'administration et directeur général