



Jean AVIER

Commissaire aux Comptes  
Inscrit près la Cour d'Appel d'Aix-en-Provence  
50, Cours Mirabeau  
13100 Aix-en-Provence

**RAPPORT DU COMMISSAIRE  
AUX APPORTS  
SUR LA REMUNERATION DE L'APPORT**

**Apport de titres**  
*Effectué par*  
*FC Holding*



# Jean AVIER

DIPLOME DE L'ÉCOLE SUPÉRIEUR DE COMMERCE DE MARSEILLE  
MAÎTRE ES-SCIENCES ÉCONOMIQUES

EXPERT COMPTABLE

INSCRIT AU TABLEAU DE L'ORDRE DE LA RÉGION DE MARSEILLE

COMMISSAIRE AUX COMPTES

INSCRIT PRÈS LA COUR D'APPEL D'AIX-EN-PROVENCE

EXPERT JUDICIAIRE

INSCRIT PRÈS LA COUR D'APPEL D'AIX-EN-PROVENCE

Monsieur le Président, Messieurs les Administrateurs,

En exécution de la mission qui m'a été confiée dans le cadre de l'ordonnance rendue par Monsieur le Président du Tribunal de Commerce d'Aix-en-Provence en date du 18 octobre 2006, j'ai établi le présent rapport sur la rémunération des apports devant être effectués dans le cadre de l'apport de titres à la société THEOLIA par la société FC HOLDING GmbH.

Les conditions et le mode de rémunération de l'apport de titres sont définis d'une part, dans l'acte notarié signé entre les parties en date du 11 octobre 2006 et son avenant du 8 décembre 2006, d'autre part, dans le traité d'apport qu'elles ont signé le 23 novembre 2006.

Il m'appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport en nature des titres. A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences destinées d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser si leur positionnement l'est également.

Dans un rapport distinct et conformément aux dispositions de l'article L.225-147 du Code de Commerce, je rends également compte de mon appréciation de la valeur de l'apport de :

- l'intégralité des quatre (4) parts sociales composant le capital social de la société de droit allemand NATENCO Natural Energy Corporation GmbH, au capital de 5.002.000 €, tête du Groupe NATENCO, et dénommée dans le traité d'apport « NATENCO GmbH »,
- 20,72 % de la participation dans la société Windpark Wollgast Investitions OGH, dont NATENCO GmbH détient elle-même le reste du capital, de sorte que THEOLIA détiendra la totalité du capital social de cette société,
- l'intégralité des mille (1.000) actions composant le capital social de la société de droit français NATENCO SAS.

A aucun moment, je ne me suis trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévu par la loi.

J'ai accompli ma mission conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de Commerce, et vous prie de trouver, ci-après, mes constatations présentées dans l'ordre suivant :

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE</b> .....	<b>1</b>
1.1	CONTEXTE GENERAL DE L'OPERATION.....	1
1.2	ENTITES PARTICIPANT A L'OPERATION.....	2
1.2.1	<i>Société apporteuse</i> .....	2
1.2.2	<i>Société bénéficiaire</i> .....	2
1.3	MOTIFS ET BUTS DE L'APPORT.....	3
1.4	LIENS ENTRE LES SOCIETES.....	7
1.5	ASPECTS FINANCIERS.....	7
1.6	ASPECTS JURIDIQUES ET FISCAUX.....	8
1.7	CONDITIONS SUSPENSIVES.....	8
<b>2</b>	<b>DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS</b> .....	<b>9</b>
2.1	DESCRIPTION DES APPORTS.....	9
2.1.1	<i>Description de l'apport</i> .....	9
2.1.2	<i>Rémunération de l'apport</i> .....	10
2.1.3	<i>Augmentation de capital et création d'actions nouvelles</i> .....	10
2.1.4	<i>Prime d'apport</i> .....	10
<b>3</b>	<b>DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT EN NATURE DE TITRES PROPOSE</b> .....	<b>11</b>
3.1	DILIGENCES EFFECTUEES PAR LE COMMISSAIRE AUX APPORTS.....	11
3.2	VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION.....	12
3.2.1	<i>Présentation des méthodes utilisées pour déterminer les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés</i> .....	12
3.2.2	<i>Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés</i> .....	14
3.3	L'APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT PROPOSE.....	18
3.3.1	<i>Analyse du positionnement de la rémunération de l'apport</i> .....	18
3.3.2	<i>Incidence de la rémunération de l'apport sur la situation future des différentes catégories d'actionnaires</i> .....	20
<b>4</b>	<b>CONCLUSION</b> .....	<b>20</b>

## 1 PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE

### 1.1 Contexte général de l'opération

La société FC Holding GmbH, société à responsabilité limitée de droit allemand, immatriculée au Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart HRB 225154 et dont le siège social est situé Esslinger Straße 11-15, 72649 Wolfschlugen, Allemagne, d'une part,

et la société THEOLIA, Société Anonyme au capital de 20.399.813 euro, dont le siège social est sis Parc de la Duranne - Les Pléiades - Bât F - 860 rue René Descartes, 13100 Aix-en-Provence, d'autre part,

ont signé, en date du 11 octobre 2006 un accord d'acquisition notarié, puis un avenant en date du 8 décembre 2006, notariés, aux termes desquels la société FC Holding transfère au Groupe THEOLIA :

- l'intégralité des quatre (4) parts sociales composant le capital social de la société de droit allemand NATENCO Natural Energy Corporation GmbH, au capital de 5.002.000 €, tête du Groupe NATENCO, et dénommée dans le traité d'apport « NATENCO GmbH »,
- 20,72 % de la participation dans la société Windpark Wollgast Investitions OGH, dont NATENCO GmbH détient elle-même le reste du capital, de sorte que THEOLIA détiendra la totalité du capital social de cette société,
- l'intégralité des mille (1.000) actions composant le capital social de la société de droit français NATENCO SAS.

Le prix de cession des titres cédés dans le cadre de cette opération s'élevant à 105 millions d'€, son paiement doit s'effectuer selon les modalités suivantes :

- 65 millions d'€ en numéraire, selon des conditions précisées dans le **contrat**,
- 20 millions d'€ par la remise au vendeur de 1.818.182 actions à émettre de la société THEOLIA,
- 20 millions d'€ soit par virement en numéraire, différé au 15 mars 2007, soit par une nouvelle remise d'actions THEOLIA.

## 1.2 Entités participant à l'opération

### 1.2.1 Société apporteuse

La société FC Holding GmbH, société à responsabilité limitée de droit allemand, est immatriculée au Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart HRB 225154 ; son siège social est situé Esslinger Straße 11-15, 72649 Wolfschlugen, Allemagne.

L'objet social de la société est la prise de participations dans des sociétés quelles que soient leurs formes.

Il consiste, en outre, en la promotion des énergies renouvelables par la projection, l'établissement, l'achat et la vente des installations correspondantes, en particulier des éoliennes, ainsi qu'en l'entremise, par le biais de participations, dans des sociétés dont l'objet est l'acquisition et le fonctionnement de telles installations.

### 1.2.2 Société bénéficiaire

La société THEOLIA, Société Anonyme au capital de 20.399.813 euro, divisé en 20.399.813 actions de 1 € de nominal, dont le siège social est sis Parc de la Duranne - Les Pléiades - Bât F - 860 rue René Descartes, 13100 Aix-en-Provence, est identifiée sous le numéro 423 127 281 RCS d'Aix-en-Provence.

Les actions de la société bénéficiaire font l'objet d'une cotation à l'Eurolist (compartiment B) de la Bourse de Paris Euronext depuis le 1<sup>er</sup> août 2006.

Son objet social porte sur toutes les opérations se rapportant à l'énergie au sens large et comprenant, sans que la liste soit limitative ou exhaustive :

- l'acquisition ou la promotion - construction - exploitation :
  - de centrales dispatchables,
  - de centrales de secours,
  - de centrales autonomes de toute nature, autres que ci-dessus,
  - de centrales de cogénération,
  - de centrales éoliennes,
  - de toutes centrales mettant en œuvre des énergies renouvelables,
- la production d'énergie sous toutes ses formes,
- le négoce ou toutes transactions se rapportant à l'énergie au sens le plus large du terme,

- toutes opérations d'étude et de conception, de développement, de conduite de chantier, de réalisation et d'exécution, d'exploitation directe ou indirecte, de maintenance, de formation des hommes au maintien de l'entreprise pour les centrales évoquées ci avant ou tous chantiers de toutes natures, ainsi que toute expertise pour le compte de tiers,
- toutes opérations se rapportant à la prise de participation directe ou indirecte sous quelque forme que ce soit dans toutes les sociétés françaises ou étrangères ainsi que l'administration, la gestion, la mise en valeur de ces participations et les interventions s'y rapportant,
- tous emplois de fonds à la création, la gestion, la mise en valeur d'un portefeuille pouvant se composer :
  - de titres de participation de toute société,
  - de brevets, de valeurs mobilières,
  - de licences de toutes origines.

La société pourra en disposer par voie de vente ou de cession, d'apports de souscription d'achat ou de prise d'option et de toute autre intervention légalement admissible.

Le tout directement ou indirectement pour son propre compte ou pour le compte de tiers, soit seule, soit avec des tiers, par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, de commandite, de souscription, d'achat de titres ou de droits sociaux, d'alliance, de société en participation ou de prise de participation, ou de dation, en location ou en gérance de tous biens, ou autrement et plus généralement toutes opérations de quelque nature qu'elles soient, économiques ou juridiques, financières, civiles ou commerciales, pouvant se rattacher directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires.

### 1.3 Motifs et buts de l'apport

Le présent apport s'inscrit dans le cadre d'une opération de prise de contrôle par la société bénéficiaire (THEOLIA), d'une partie des sociétés du Groupe FC Holding GmbH (NATENCO) pour une valeur de 105 millions d'€, déterminée entre les parties.

Fondée en 2000, la société NATENCO est aujourd'hui un des acteurs majeurs de la production d'électricité éolienne en Allemagne. Le groupe NATENCO intervient principalement en Allemagne et en France. Il est aussi en cours de développement de projets sur de nouveaux marchés émergents comme la Grèce, l'Inde, le Brésil, la Tchéquie et la Croatie. Le métier de NATENCO consiste essentiellement à construire clé en main et à exploiter, pour le compte d'investisseurs, des centrales éoliennes. De plus, NATENCO exploite pour son propre compte plusieurs centrales éoliennes en Allemagne et en France.

Les positionnements de THEOLIA et NATENCO ont été jugés complémentaires avec, d'un côté, THEOLIA qui concentre son activité sur le développement, la construction et l'exploitation de centrales éoliennes pour son propre compte et, de l'autre, NATENCO qui exerce une activité similaire pour le compte de tiers. Pour THEOLIA, le rapprochement avec NATENCO va lui permettre d'atteindre une dimension conforme à ses objectifs de positionnement en Europe.

Les modalités pratiques de la réalisation de cette prise de contrôle sont prévues dans un acte de vente du 11 octobre 2006 et dans un avenant du 8 décembre 2006, tous deux documents notariés signés entre les parties en l'étude du Dr. Thomas Kessler. Le premier document, intitulé : « Vertrag über den Verkauf und die Abtretung von Geschäftsanteilen an der NANTENCO - Natural Energy Corporation GmbH sowie weiteren Gessellschaftsanteilen [**Contrat** et conditions de vente des parts sociales de NATENCO GmbH ainsi que d'autres parts sociales] » et l'avenant subséquent seront dénommés, pour la suite de ce rapport, le « **Contrat** ».

La prise de contrôle porte sur le périmètre suivant (titres des « **Cibles** ») :

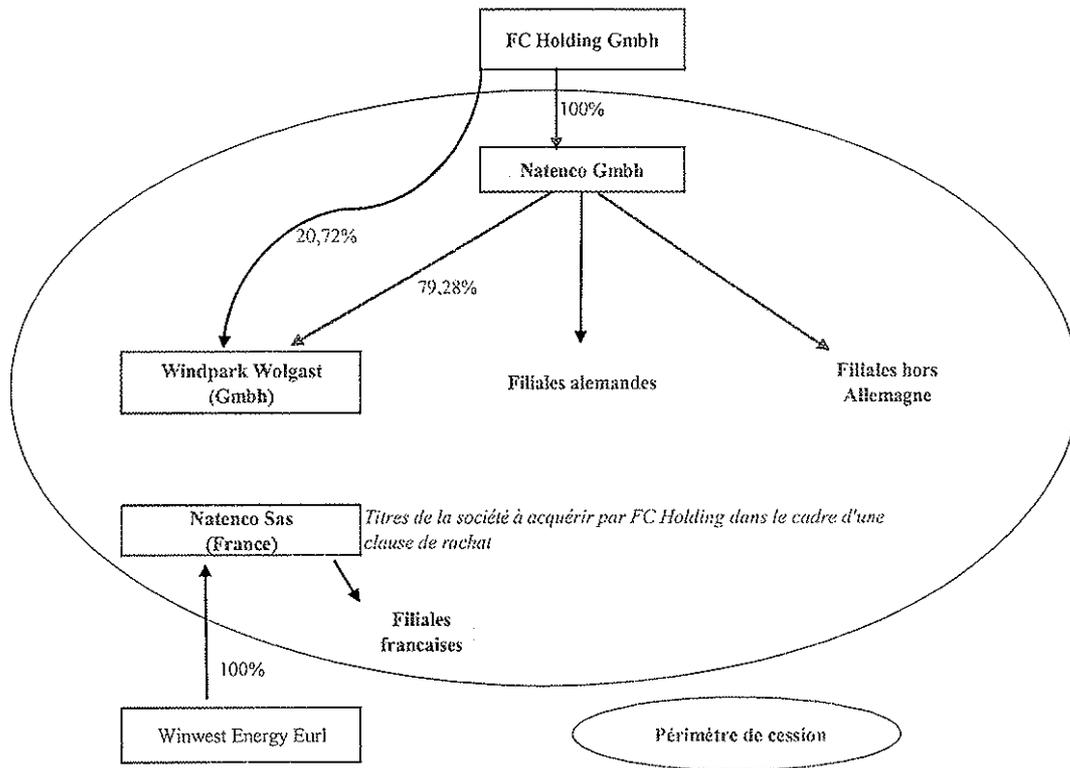
- 100% des parts de NATENCO GmbH de droit allemand.
- 100% des parts de Wolgast GmbH de droit allemand dont la détention est partagée entre NATENCO qui en détient 79,28% du capital et FC Holding qui en détient 20,72%.
- 100% des actions de la société NATENCO SAS, située à Strasbourg.

Le protocole stipule qu'une partie du prix d'acquisition de 105 M€ doit être payée par la remise de 1.818.182 actions THEOLIA à la société FC Holding GmbH, la valeur totale de ces actions ayant été fixée d'un commun accord entre les parties à 20 M€, soit une valeur négociée de 11 € par action THEOLIA. La partie payée par apport représente donc 19,05 % de l'ensemble du prix total d'acquisition.

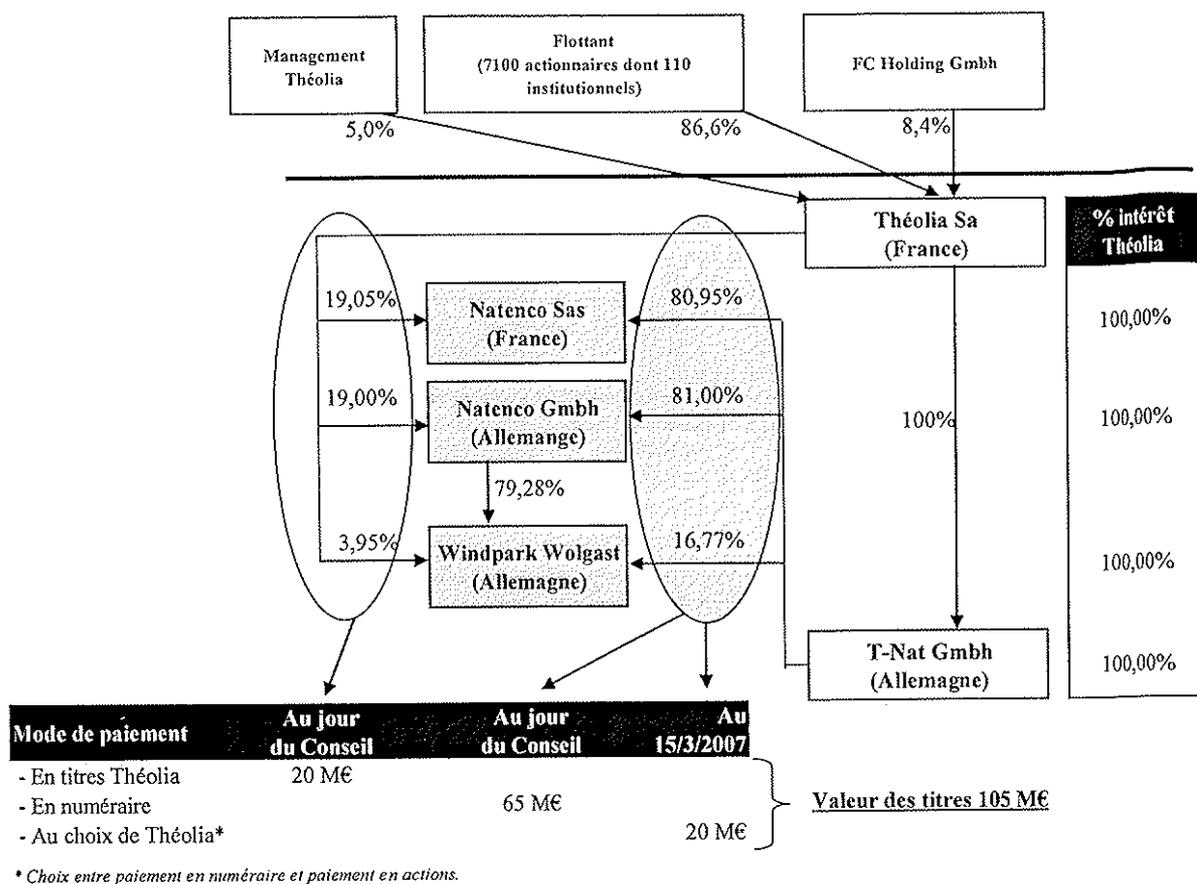
Avant la signature du **Contrat**, ni FC Holding, ni les sociétés acquises n'avaient de liens en capital, de dirigeants communs, ni de liens contractuels avec THEOLIA.

Ces différents apports constituant une opération sous contrôle distinct, les titres des **Cibles** seront apportés à leur valeur réelle.

L'organigramme du groupe **Cible** avant l'opération d'acquisition et d'apport est le suivant :



L'organigramme simplifié (hors autres filiales) à l'issue des opérations doit être le suivant :



La société T-Nat GmbH est une société de droit allemand, filiale à 100% de THEOLIA, qui a été créée en vue d'acquérir les titres des Cibles pour la partie payée en numéraire et qui aura vocation, dans un deuxième temps, à recevoir de THEOLIA les titres reçus en apport dans la présente opération.

## 1.4 Liens entre les sociétés

- Liens en capital

Préalablement à l'opération et à la date d'enregistrement du document, il n'existe aucun lien en capital et droits de vote entre les sociétés.

- Dirigeants communs

A ce jour, il n'y a aucun dirigeant ou administrateur commun entre les sociétés.

- Liens contractuels

Préalablement à l'opération et à la date d'enregistrement du document, les sociétés n'avaient aucun lien contractuel.

## 1.5 Aspects financiers

Les termes et conditions du projet de traité d'apport ont été établis par les parties sur la base des comptes provisoires au 30 juin 2006.

Je me suis entretenu avec les Commissaires aux Comptes des sociétés concernées par l'opération qui ont réalisé un examen limité des comptes et situations consolidés au 31 décembre 2005 et 30 juin 2006 des sociétés apportées, en application du référentiel IFRS.

Je me suis entretenu avec les experts comptables des sociétés **Cibles** qui ont eu notamment la charge d'établir les situations intermédiaires sociales et consolidées.

J'ai pris connaissance de la lettre de mission d'évaluation des titres de la **Cible** qui a été confiée au cabinet Price Waterhouse Coopers Corporate Finance (PWC).

J'ai rencontré régulièrement les équipes de PWC en charge de la mission et j'ai été tenu informé de l'avancement de leurs travaux, des hypothèses retenues, des difficultés rencontrées et des conclusions tant d'étape que définitives.

J'ai étudié le rapport final d'évaluation du cabinet PWC et me suis fait une opinion sur la vraisemblance et la pertinence des estimations présentées.

Je me suis assuré que la situation consolidée au format IFRS de NATENCO SAS a fait l'objet d'un rapport d'examen limité avec réserves au 30 juin 2006 du Cabinet Mazars, lesquelles ne sont pas de nature à remettre en cause le montant des actifs apportés.

J'ai demandé aux dirigeants de NATENCO GmbH et NATENCO SAS, de me confirmer, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

## 1.6 Aspects juridiques et fiscaux

Les modalités de réalisation de l'opération sont consignées dans le projet de traité d'apport dont les conditions essentielles sont les suivantes :

- Approbation par le conseil d'administration de THEOLIA.
- Apport pur et simple soumis au droit d'enregistrement fixe de 500 euro prévu par l'article 810-I du Code général des impôts, lequel sera acquitté par le bénéficiaire.
- Apport placé sous le régime de droit commun en matière d'impôt sur les sociétés. En conséquence, l'apporteur acquittera tout impôt exigible du fait de l'apport et effectuera toutes déclarations nécessaires à ce titre.

Les autres conditions sont précisées dans le traité d'apport.

## 1.7 Conditions suspensives

La réalisation de l'apport est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Réalisation définitive de l'opération telle que prévue au **contrat** du 11 octobre 2006 et dans son avenant du 8 décembre 2006.
- Approbation de l'apport par le conseil d'administration de THEOLIA, conformément à la délégation qui lui a été consentie par l'assemblée générale extraordinaire de THEOLIA en date du 14 avril 2006 dans sa vingt-troisième résolution.

## 2 DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS

### 2.1 Description des apports

#### 2.1.1 Description de l'apport

Aux termes du **contrat** notarié en date du 11 octobre 2006, de son avenant du 8 décembre 2006 et du traité d'apport en date du 23 novembre 2006, la partie de l'apport dont il s'agit porte sur :

Société	Nature des titres apportés	Nombre de titres apportés % du capital apporté	Valeur en euro
Natenco GmbH	Part sociale partielle d'un montant de 952.900 €	19,05%	18.580.002
Wolgast OHG	Capital social	Environ 3,95% (correspondant à un montant minimal de 9.960 €)	500.000
Natenco SAS	Actions (sur 1.000)	190	920.000
<b>TOTAL</b>			20.000.002

Les titres apportés ont été évalués sur la base de leur valeur réelle conformément au règlement CRC du 4 mai 2004, s'agissant d'une opération sous contrôle distinct.

La valeur de l'apport a été déterminée dans le **Contrat** à la somme globale de 20 M€.

Elle représente 19,047% du prix total d'acquisition des sociétés **Cibles**, prix qui est fixé à 105 M€. L'évaluation des apports résulte donc d'un accord de valorisation entre un vendeur et un acheteur.

Elle a été confortée par une étude confiée à un évaluateur indépendant.

### *2.1.2 Rémunération de l'apport*

L'apport a été consenti et accepté sur la base d'une valorisation de l'action THEOLIA à 11<sup>1</sup> €, moyennant l'attribution à l'apporteur de 1.818.182 actions THEOLIA nouvelles, entièrement libérées, à créer par THEOLIA à titre d'augmentation de capital pour un montant global de 20.000.002 €.

### *2.1.3 Augmentation de capital et création d'actions nouvelles*

La société THEOLIA procédera à une augmentation de capital de 1.818.182 actions de 1 € soit 1.818.182 €.

Le bénéficiaire aura la pleine propriété des actions à compter du jour de réalisation de la condition suspensive stipulée à l'article 5 du projet de traité d'apport en nature. Il en aura la jouissance courante, en particulier au double point de vue fiscal et pécuniaire, en ce compris le droit à dividende. Les actions seront entièrement assimilées aux actions THEOLIA existantes et seront soumises à toutes les dispositions des statuts ainsi qu'aux décisions des assemblées générales de THEOLIA.

### *2.1.4 Prime d'apport*

La différence entre la valeur de l'apport, soit 20.000.002 €, et le montant de l'augmentation de capital de 1.818.182 €, soit 18.181.820 €, constituera la prime d'apport qui sera inscrite à un compte spécial intitulé « prime d'apport » au bilan de la bénéficiaire.

La prime d'apport pourra recevoir toute affectation décidée par le conseil d'administration de THEOLIA. La réalisation définitive de l'apport vaudra autorisation pour le conseil d'administration de THEOLIA de prélever sur la prime d'apport le montant de tous frais, charges et impôts consécutifs à l'apport et à l'augmentation de capital en résultant

---

<sup>1</sup> Valeur exacte : 10,9999989 €

### 3 DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION DE L'APPORT EN NATURE DE TITRES PROPOSE

#### 3.1 Diligences effectuées par le Commissaire aux Apports

J'ai effectué les diligences que j'ai estimées nécessaires selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour :

- Contrôler la réalité des apports.
- Contrôler et apprécier la valeur attribuée aux apports.
- M'assurer que les événements intervenus entre le 30 juin 2006 et la date d'émission du présent rapport ne sont pas susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.

Mes diligences ont notamment consisté à :

- M'entretenir avec les représentants des sociétés concernées par l'opération d'apport de titres afin de comprendre l'opération envisagée et le contexte dans lequel elle se situe, et pour analyser les modalités de sa réalisation.
- Me rendre à Stuttgart (Allemagne), ainsi qu'à Strasbourg (France), respectivement aux sièges sociaux des sociétés NATENCO GmbH et NATENCO SAS.
- Prendre connaissance de l'acte de vente notarié du 11 octobre 2006, ainsi que de son avenant du 8 décembre 2006, signés entre les parties en l'étude du Dr. Thomas Kessler (Le **Contrat**).
- Prendre connaissance du protocole d'accord intervenu le 23 novembre 2006 entre Winvest et FC Holding prévoyant le rachat de 100% des actions de NATENCO SAS, libres de garanties, nantissements, gages et privilèges, par cette dernière.
- Examiner le projet de traité d'apport.
- Examiner les informations financières et comptables servant de base à l'opération.
- M'entretenir avec les Commissaires aux Comptes des sociétés concernées par l'opération à qui il a été demandé de réaliser un examen limité des comptes et situations consolidés au 31 décembre 2005 et 30 juin 2006 des sociétés apportées, en application du référentiel IFRS.
- M'entretenir avec les experts comptables des sociétés **Cibles** qui ont eu notamment la charge d'établir les situations intermédiaires sociales et consolidées.

- Prendre connaissance de la lettre de mission d'évaluation des titres de la **Cible** qui a été confiée au cabinet Price Waterhouse Coopers Corporate Finance (PWC).
- Rencontrer régulièrement les équipes de PWC en charge de la mission et être tenu informé de l'avancement de leurs travaux, des hypothèses retenues, des difficultés rencontrées et des conclusions tant d'étape que définitives.
- Etudier le rapport final d'évaluation du cabinet PWC et me faire une opinion sur la vraisemblance et la pertinence des estimations présentées.
- M'assurer que la situation consolidée au format IFRS de NATENCO SAS a fait l'objet d'un rapport d'examen limité sans réserve significative au 30 juin 2006 du Cabinet Mazars.
- M'assurer que les réserves émises par le Cabinet Mazars sur la situation consolidée au format IFRS du 30 juin 2006, ne sont pas de nature à remettre en cause le montant des actifs apportés.
- Demander aux dirigeants de NATENCO GmbH et NATENCO SAS, de nous confirmer, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports.
- Demander aux dirigeants de la société THEOLIA et FC Holding de nous confirmer l'exhaustivité des informations transmises sur cette opération, ainsi que l'absence d'événements significatifs susceptibles de remettre en cause les hypothèses ayant servi de base à la détermination des valeurs relatives.

### 3.2 Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

#### 3.2.1 *Présentation des méthodes utilisées pour déterminer les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés.*

Dans le cadre de cette opération, il s'agit de se poser la question du caractère équitable des valorisations respectives des titres :

- de la société THEOLIA qui est cotée depuis le 1<sup>er</sup> août 2006 à l'Eurolist et qui était auparavant inscrite sur le marché libre, pour laquelle a été retenue, le 11 octobre 2006, la valeur de 11 € l'action, soit une valeur de 208,2 M€, calculée sur la base de 18.925.883 actions.
- des **Cibles**, sociétés commerciales non cotées, pour lesquelles la valeur a globalement été fixée à 105 M€.

Ces valorisations figurent dans le protocole d'accord du 11 octobre 2006 (le **Contrat**) formalisant l'accord final issu des négociations intervenues entre les représentants de THEOLIA et de FC HOLDING.

Même si l'objet du présent rapport n'est relatif qu'à la partie de la transaction globale payée en échange de titres, soit 20 M€ sur 105 M€, il n'en demeure pas moins que ma mission doit consister en l'appréciation des poids relatifs de THEOLIA et des **Cibles**.

### **3.2.1.1. La valorisation des titres des « Cibles »**

Elle résulte de l'estimation réalisée contradictoirement par les parties qui ont conclu un accord portant sur une chose et un prix.

Les « **Cibles** », que je dénommerai ci-après « Groupe NATENCO », ont été évaluées, pour les besoins de la transaction, à 105 M€.

Postérieurement à cette transaction, une mission de valorisation des titres des **Cibles** a été confiée au Cabinet PWC par la société THEOLIA.

Cette étude a valorisé le Groupe NATENCO à 136,2 M€.

### **3.2.1.2. La valorisation des titres de THEOLIA**

Pour le paiement d'une partie du prix de 105 M€, savoir 20 M€ (19,05 % du prix global), THEOLIA doit émettre 1.818.182 actions, d'un montant nominal de 1 €, avec prime d'émission de 10 € par action, soit une valorisation de 11 € l'action.

Pour les besoins de la transaction, la valeur des actions THEOLIA a été fixée par la méthode d'évaluation du cours prévisionnel de Bourse à la date de closing prévue le 30 novembre 2006.

Cette valeur a été établie à partir des cours de Bourse de l'action THEOLIA depuis son introduction sur l'Eurolist B d'Euronext Paris le 1<sup>er</sup> août 2006.

A partir du tableau des valeurs, une extrapolation mathématique a permis le tracé de courbes des tendances polynomiale, linéaire et exponentielle, usuellement utilisées dans la profession.

Une valorisation financière prenant forcément en compte l'acquisition de NATENCO, cette méthode a été justement écartée.

C'est ainsi que les analyses prévisionnelles issues des trois courbes mathématiques rappelées ci-dessus ont permis d'obtenir la valeur unitaire du titre de 11 €.

### 3.2.2 *Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés.*

Pour me prononcer sur la parité, j'ai donc eu à ma disposition :

- l'évaluation de PWC sur la valeur des sociétés constituant ce qu'il convient d'appeler la « **Cible** », savoir le Groupe NATENCO,
- la méthode et les modalités de calcul ayant permis de déterminer, à la date du 11 octobre 2006, la valeur prévisionnelle du cours de l'action THEOLIA à la date de closing, savoir le 30 novembre 2006.
- les comptes sociaux et consolidés des entités

Les analyses que j'ai effectuées me conduisent à formuler les commentaires ci-après.

Il convient tout d'abord de préciser que les sociétés présentes à l'opération exercent des activités complémentaires.

Toutefois, le caractère partiel du paiement du prix au moyen d'émission d'actions, d'une part, et la division du capital social de la principale société **cible** en quatre parts ne permettent pas d'effectuer un rapprochement mathématique entre les valeurs des titres respectifs.

En effet, je note que, le capital social de la société NATENCO GmbH étant constitué de 4 actions et la distribution du paiement du prix en différentes modalités conduisant à un pourcentage de capital cédé de 19,05 %, la relation entre les deux paramètres est impossible, sauf à bouleverser la répartition retenue par les parties.

C'est pourquoi, je retiendrai l'approche globale qui consiste à vérifier la pertinence des valeurs retenues, tant dans la valorisation du Groupe NATENCO que dans le prix de cession proposé et des modalités de paiement qui en découlent.

Je rappelle, par ailleurs, qu'à l'exception de la part du capital détenue par les membres du conseil d'administration, soit 604.451 actions (2,89 %), le capital de THEOLIA est entièrement réparti dans le public.

### 3.2.2.1 L'évolution du cours de l'action THEOLIA.

Les cotations successives du titre en Bourse ont permis d'observer un cours moyen des trois derniers mois de 12,25 €, avec un maximum de 13,19 € le 25 octobre 2006 et un minimum de 10,99 € le 11 septembre 2006.

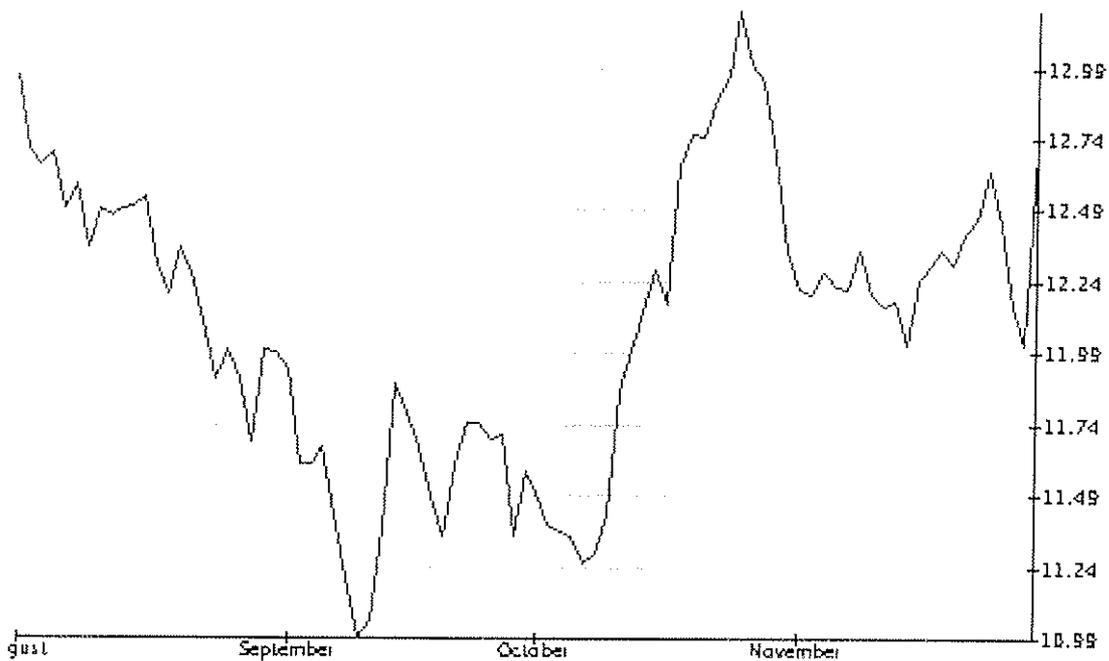
Ce montant constitue un élément fort de la valeur de l'action, la part offerte sur le marché (plus de 95 % des titres, comme indiqué plus haut) étant des plus significatives.

J'ai observé, au cours de la période de référence, une baisse du titre, suivie d'une hausse.

Les valeurs du cours à la clôture s'établissent comme suit, depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2006 :

Date	Cotation	Date	Cotation	Date	Cotation
01/09/2006	11,93 €	05/10/2006	11,35 €	08/11/2006	12,35 €
04/09/2006	11,60 €	06/10/2006	11,25 €	09/11/2006	12,20 €
05/09/2006	11,60 €	09/10/2006	11,29 €	10/11/2006	12,15 €
06/09/2006	11,66 €	10/10/2006	11,42 €	13/11/2006	12,17 €
07/09/2006	11,42 €	11/10/2006	11,86 €	14/11/2006	12,02 €
08/09/2006	11,20 €	12/10/2006	12,00 €	15/11/2006	12,25 €
11/09/2006	10,99 €	13/10/2006	12,14 €	16/11/2006	12,30 €
12/09/2006	11,05 €	16/10/2006	12,28 €	17/11/2006	12,35 €
13/09/2006	11,37 €	17/10/2006	12,16 €	20/11/2006	12,30 €
14/09/2006	11,88 €	18/10/2006	12,65 €	21/11/2006	12,41 €
15/09/2006	11,78 €	19/10/2006	12,76 €	22/11/2006	12,46 €
18/09/2006	11,66 €	20/10/2006	12,75 €	23/11/2006	12,63 €
19/09/2006	11,48 €	23/10/2006	12,88 €	24/11/2006	12,44 €
20/09/2006	11,35 €	24/10/2006	12,96 €	27/11/2006	12,15 €
21/09/2006	11,60 €	25/10/2006	13,19 €	28/11/2006	12,02 €
22/09/2006	11,75 €	26/10/2006	13,00 €	29/11/2006	12,72 €
25/09/2006	11,75 €	27/10/2006	12,94 €	30/11/2006	12,65 €
26/09/2006	11,69 €	30/10/2006	12,68 €	01/12/2006	12,45 €
27/09/2006	11,70 €	31/10/2006	12,35 €	04/12/2006	12,28 €
28/09/2006	11,35 €	01/11/2006	12,21 €	05/12/2006	12,40 €
29/09/2006	11,58 €	02/11/2006	12,20 €	06/12/2006	12,22 €
02/10/2006	11,50 €	03/11/2006	12,27 €	07/12/2006	12,37 €
03/10/2006	11,39 €	06/11/2006	12,22 €		
04/10/2006	11,36 €	07/11/2006	12,21 €	Moyenne	12,04 €

La représentation graphique des valeurs observées permet d'en visualiser les variations :



Ces variations successives me paraissent être la conséquence :

- du transfert, à la date du 31 juillet 2006, du titre THEOLIA sur l'Eurolist,
- de l'effet d'annonce sur l'acquisition de NATENCO,
- de l'effet de mode relatif aux énergies douces et renouvelables,
- de la conséquence directe des efforts dans ce domaine que semblent vouloir réaliser les gouvernements des pays gros utilisateurs d'énergie,
- de la cherté du prix du pétrole, encourageant le recours aux énergies de substitution.

Cette différence entre le prix moyen du marché au cours des trois derniers mois (12,04 €) et le prix payé par FC Holding (11 €) est-il de nature à constituer un avantage pour le nouvel actionnaire qui détiendra alors 8,4 % du capital social de THEOLIA et à être défavorable aux autres actionnaires ? Je m'emploie à répondre, ci-après, à cette question.

### 3.2.2.2 L'évaluation du Groupe NATENCO par PWC.

Je me suis fondé sur l'étude réalisée par le cabinet PWC qui a évalué l'entreprise cible sur laquelle porte l'acquisition de THEOLIA et dont la remise des 1.818.182 actions est une partie du paiement du prix.

Dans son rapport en date du 30 novembre 2006, le cabinet PWC valorise les titres de la Cible 136,2 M€.

La pertinence de l'étude et son caractère sérieux m'amènent à retenir les conclusions de ce cabinet d'évaluation, lequel a, de surcroît, adopté, dans son analyse des risques sur les perspectives, des hypothèses conservatrices.

Je note que, la transaction s'effectuant sur la base du prix de 105 M€, le vendeur consent un abattement de 31,2 M€ sur la valeur théorique de son entreprise, soit 22,9 %.

### 3.3 L'appréciation du caractère équitable de la rémunération de l'apport proposé.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimées nécessaires selon les normes de la Compagnie des Commissaires aux Comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports.

En particulier, j'ai analysé le positionnement du poids relatif proposé par rapport aux valeurs relatives que j'ai jugées pertinentes.

#### 3.3.1 Analyse du positionnement de la rémunération de l'apport.

Depuis son introduction sur l'Eurolist, le cours a subi diverses variations, passant de 12,95 € à sa première cotation du 1<sup>er</sup> août 2006, à une valeur minima de 10,99 € atteinte le 11 septembre 2006 ; depuis cette date, le titre a repris de la valeur, jusqu'à 13,19 €, le 25 octobre 2006 et varier entre cette valeur et 12,02 €.

La valeur moyenne arithmétique calculée des cours de clôture constatés depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2006 est de 12,04 €.

La valeur du titre à la séance de cotation du 7 décembre 2006 est de 12,37 €.

Le prix établi entre les parties en rémunération partielle de la cession des titres des sociétés du Groupe NATENCO étant de 11 €, cette valeur est égale au cours le plus bas constaté durant le dernier trimestre ; ce prix est inférieur de 2,19 € à la valeur maximale enregistrée, soit 19,9 %.

L'effort consenti par Monsieur BALZ est, je le rappelle, un abattement près de 23 % sur la valeur théorique de son entreprise.

La sous-valorisation par rapport au cours moyen du titre THEOLIA proposée pour l'acquisition des titres est donc inférieure à cette décote.

Il me paraît également pertinent de constater que le prix de 105.000.000 € effectivement payé par THEOLIA pour acquérir la totalité des droits du Groupe NATENCO, dont la valeur estimée par l'étude de PWC est de 136.176.000 €, représente une plus-value potentielle de 31.176.000 €.

Ce montant représente, certes de manière purement mathématique mais qui pourrait trouver une transcription dans les comptes sociaux par une survaleur comptable, une plus-value potentielle de 1,67 € par action.

J'observe que cette valeur est légèrement supérieure à l'écart constaté entre le cours moyen de l'action sur le marché Eurolist au cours des trois derniers mois (12,04 €) et le prix établi par les parties (11 €), soit une différence en valeur absolue de 1,04 €.

Je constate que, dans ces conditions, la rémunération proposée s'effectue dans des conditions d'équité.

D'autre part, les approches utilisées par les partenaires à la transaction s'appuient sur des hypothèses fondées sur les synergies développées par leur regroupement et dont il est difficile d'apprécier les apports respectifs.

De surcroît, le rapport d'échange implicite de la négociation s'est réalisé entre deux parties indépendantes l'une de l'autre.

Dans ces conditions, je considère que la rémunération arrêtée constitue la meilleure approche financière à cette transaction.

A l'issue de mes travaux, ces valeurs sont confortées par les constatations que j'ai pu effectuer des poids relatifs des deux entités.

Enfin, je n'ai pas trouvé d'autre élément significatif susceptible de remettre en cause le caractère équitable de la rémunération de l'apport.

### 3.3.2 Incidence de la rémunération de l'apport sur la situation future des différentes catégories d'actionnaires.

J'ai testé l'impact sur la répartition du capital de la société THEOLIA après cette opération. La sensibilité de la répartition est relativement faible, le nouvel actionnaire ne franchissant pas le seuil de 10 %.

Par ailleurs, l'examen de la situation individuelle des différentes catégories d'actionnaires avant et après l'opération, et compte tenu des hypothèses retenues, la rémunération de l'apport ne devrait pas entraîner d'appauvrissement durable pour chaque catégorie d'actionnaires.

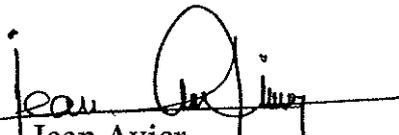
Le succès de cette opération s'inscrit dans le cadre du développement normal de la société THEOLIA et comporte la mise en œuvre de synergies significatives entre cette dernière et le Groupe NATENCO.

## 4 CONCLUSION

En conclusion de mes travaux, je suis d'avis que la rémunération proposée pour l'apport conduisant à émettre 1.818.182 actions de la société THEOLIA est équitable.

Aix-en-Provence, le 14 décembre 2006

Le Commissaire aux Apports

  
Jean Avier