

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire,
initiée par la *Engie Energie Services* de concert avec la *Ville de Paris*,
sur les actions *CPCU*

Mars 2018

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

**Expertise Indépendante
dans le cadre de l'offre publique de retrait,
suivie d'un retrait obligatoire,
initiée par *Engie Energie Services*
de concert avec la *Ville de Paris*,
sur les actions *CPCU***

CPCU (« la Société », « le Groupe ») est délégataire de service public de distribution de chaleur de la *Ville de Paris*. La Société est cotée sur le Compartiment B du marché *Euronext Paris*. Avec une capitalisation boursière d'environ 188 m€ à la date des présentes, le groupe *CPCU* a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires de 483 m€.

Engie et *Ville de Paris* détiennent conjointement 1 688 860 actions et 3 377 705 droits de vote représentant 97,89% du capital et 98,89% des droits de vote théoriques de la Société. Considérant que la Société ne tire aujourd'hui aucun avantage de la cotation en bourse, ces deux actionnaires ont annoncé leur intention de mettre en œuvre une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Offre », « l'Opération »), au prix de 187,0 € par action *CPCU* (« le Prix d'Offre », « le Prix d'Indemnisation »). Cette offre est initiée par *Engie Energie Services* (« l'Initiateur ») de concert avec la *Ville de Paris* (ci-après ensemble « les Concertistes »).

C'est dans ce contexte que *Accuracy* a été mandaté le 2 février 2018 par le conseil d'administration de *CPCU*, en qualité d'expert indépendant, aux fins de donner son opinion sur le caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur aux actionnaires minoritaires de *CPCU* (ci-après les « Actionnaires Minoritaires ») dans le double contexte de l'offre publique de retrait et de la procédure de retrait obligatoire.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 (alinéas I-1° et II) du Règlement Général de l'*AMF*, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation n°2006-15 sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des dix-huit derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie s'intéresse au contexte de l'Opération en présentant successivement la Société, les contraintes et incertitudes qui pèsent sur son modèle économique pour conclure sur les conditions d'équité de l'Opération. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés pour estimer la valeur des titres *CPCU* dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré par *Swiss Life Banque Privée*, banque présentatrice de l'Offre (« la Banque »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires de *CPCU*.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Amérique du Nord (Canada) et en Asie (Inde, Singapour, Dubaï), Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 370 consultants (dont plus de 180 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des dix-huit derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 18 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
déc.-17	Havas	Vivendi	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Natixis, BNP Paribas
sept.-16	SFR Group	Altice	Offre publique d'échange	BNP Paribas, JP Morgan
sept.-16	Alcatel-Lucent	Nokia	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Société Générale

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée conjointement par Bruno Husson et Henri Philippe, Associés d'Accuracy.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de près de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à toutes les opérations citées à la section précédente. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole Nationale des Ponts & Chaussées, chargé de cours au Groupe HEC, à l'Université Paris-Dauphine et à l'ENSAE.



Pour la réalisation de la mission, Bruno Husson et Henri Philippe ont été assistés par Laura Surun, Directeur, diplômée d'*HEC* disposant d'une expérience de plus de neuf ans dans le domaine du conseil financier, et par deux consultants.

1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'*AMF* (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Accuracy considère notamment qu'aucune des missions effectuées au cours des dix-huit derniers mois pour la Société ou pour l'Initiateur ne la place en situation de conflit d'intérêts, dès lors que ces missions ont représenté moins de 0,5 % de son chiffre d'affaires annuel. Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* est ainsi intervenu pour le compte du groupe *Engie* à deux reprises et a reçu à ce titre des honoraires d'un montant total de 130 000 euros hors taxes. *Accuracy* précise en outre qu'il n'a procédé à aucune évaluation des sociétés *CPCU* et du groupe *Engie* au cours des dix-huit mois ayant précédé la date de sa désignation dans le cadre de l'Opération.

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 50 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération ;
- entretiens avec des dirigeants opérationnels et financiers de *CPCU* ;
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de l'Initiateur, *Swiss Life Banque Privée* ;
- analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente ;
- analyse de la performance prévisionnelle de *CPCU* fondée sur les jeux de prévisions élaborés par le management de la Société (le « Management ») sur les principales entités du Groupe (cf. *infra*, section 1.5.3) ;
- analyse de la vie boursière du titre *CPCU* sur la période récente ;
- examen critique de la référence d'évaluation représentée par le cours boursier du titre *CPCU* ;
- évaluation du titre *CPCU* selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières ;
- dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul du taux d'actualisation applicable ;
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Opération ;
- rédaction du présent rapport d'expertise.



Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 2 février 2018, date de signature de notre lettre de mission, au 20 mars 2018, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons notamment eu trois réunions de travail avec le management de la Société (Cédric Salewyn, directeur financier, Miguel Pereira, responsable du contrôle de gestion), ainsi qu'un représentant de l'Initiateur (Michel Etling, responsable financier chez *Engie*) :

- 14 février 2018 : présentation de l'activité et des perspectives de développement de la Société ;
- 1^{er} mars 2018 : complément d'informations sur les plans d'affaires de la Société et de ses filiales ;
- 12 mars 2018 :
 - o présentation par *Accuracy* des résultats des travaux d'évaluation effectués ;
 - o fixation par l'Initiateur du Prix d'Indemnisation proposé aux actionnaires minoritaires de *CPCU* (i.e. 187,0 euros par action).

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, à savoir :

- jeux de prévisions élaborés par les dirigeants de la Société sur les quatre entités définissant le périmètre de consolidation du Groupe par intégration globale :
 - o *CPCU SA* : plan d'affaires détaillé (compte de résultat) couvrant la période 2018-2020 et plan d'investissements sur la période restant à courir jusqu'à la fin de la concession (2018-2024) ;
 - o *Géoméropole* : jeu de prévisions détaillées couvrant la période restant à courir jusqu'à la fin de la concession (2018-2043) ;
 - o *SNC Cogé Vitry (CVIT)* : prévisions simplifiées sur la durée de vie résiduelle de la centrale (2018-2030) ;
 - o *SNC Choisy Vitry Energie (CVE)* : prévisions simplifiées sur la période restant à courir jusqu'à la fin de la concession (2018-2025) ;
- balances générales 2016 et 2017 des cinq participations consolidées par mise en équivalence (2016 seulement pour *Tiru*) ;
- jeux de prévisions relatifs à trois des cinq participations mises en équivalence (*Géotelluence*, *SNC Choisy Vitry Distribution* et *Climespace*) ;
- comptes annuels 2017 ;
- montant des déficits fiscaux reportables estimés au 31/12/2017 sur les entités *Géoméropole* et *Géotelluence* ;
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes aux comptes consolidés publics pour certains postes de bilan ;
- projet de note d'information conjointe.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- rapports annuels et semestriels (dont celui du 1^{er} semestre 2017) de la Société ;
- présentations des résultats de la Société faites par les dirigeants à l'occasion des publications annuelles ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Capital IQ* et *Mergermarket*.



1.5.4. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes des différents segments d'activité et des explications orales données par le Management sur leurs perspectives de développement.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de l'activité du Groupe *CPCU*

La Société, délégataire de service public de distribution de chaleur de la ville de Paris depuis 1927, exploite et développe le plus important réseau de chaleur urbain de France : 8 sites de production d'énergie et un réseau de distribution de 509 km desservant 17 communes interconnectées, dont Paris, pour les besoins de 500 000 équivalents logements.

Le métier de la Société s'articule autour de deux grandes activités :

- une activité de distribution de vapeur, exercée dans le cadre de délégations de service public (activité « Distribution »). Cette activité consiste à transporter la chaleur depuis les sites de production jusqu'aux utilisateurs à travers un maillage de canalisations de 509 km, puis à la distribuer dans les réseaux secondaires situés à l'intérieur des bâtiments. Quelques 5 TWh de chaleur sont ainsi distribués en moyenne chaque année par *CPCU*. Après avoir délivré ses calories aux clients, l'eau chaude est ensuite rapatriée vers les sites de production via un réseau de retour condensats. Cette activité de Distribution est régie par des concessions de service public signées avec la *Ville de Paris* et d'autres communes de première couronne.
- une activité de production de vapeur (activité « Production »), développée pour les besoins de l'alimentation en vapeur du réseau de distribution, et de façon connexe, une activité de production d'électricité. En complément des achats de vapeur réalisés auprès du *Syctom* (vapeur provenant de la valorisation énergétique des déchets ménagers), qui représentent 45% du mix énergétique du Groupe en 2017, *CPCU* est lui-même producteur de vapeur afin de compléter l'alimentation du réseau. Le Groupe exploite ainsi 8 sites de production (Bercy, Ivry-sur-Seine, Grenelle, Kremlin-Bicêtre, Vaugirard, Saint-Ouen, ainsi que 2 cogénérations à Saint-Ouen et à Vitry-sur-Seine), représentant une capacité de production totale de 3 500 MW.

Ces deux activités sont réalisées au sein de *CPCU SA*, société-mère du Groupe et principale entité opérationnelle, ainsi que de plusieurs filiales et participations. Les entités consolidées par intégration globale sont au nombre de quatre.

- *CPCU SA*, maison-mère du Groupe, opérant les deux activités suivantes :
 - o distribution de chaleur sur le territoire de la ville de Paris et sur la ZAC des Docks à Saint-Ouen dans le cadre de deux délégations de service public, ainsi que la distribution de chaleur à des délégataires de communes de première couronne ;
 - o exploitation de 7 sites de production de vapeur détenus en propre.
- *Géométropole*, filiale détenue à 75% par *CPCU* et à 25% par *Climespace*, qui a pour objet :
 - o l'exploitation d'une centrale géothermique de production de chaleur et de froid située dans le 19^e arrondissement, ainsi que d'un doublet géothermique ;
 - o la vente de la chaleur et du froid ainsi produit à *CPCU* et *Climespace*.
- *SNC Cogé Vitry (CVIT)*, filiale détenue à 50% par *CPCU* et réalisant l'exploitation de la cogénération chaleur / électricité de 125 MW située à Vitry-sur-Seine.
- *SNC Choisy Vitry Energie (CVE)*, filiale détenue à 55% par *CPCU* et réalisant :
 - o l'achat de chaleur à *CPCU*, son transport et sa transformation en eau chaude dans une station d'échange ; puis
 - o la vente à *SNC Choisy Vitry Distribution* pour la distribution finale aux abonnés de Choisy-le-Roi et de Vitry-sur-Seine.



CPCU détient en outre des participations dans 5 entités, consolidées par mise en équivalence :

- *SNC Choisy Vitry Distribution*, détenue à 45%, exerce les deux activités suivantes :
 - o achat d'énergie auprès de *CVE* et de l'usine d'incinération de Rungis ;
 - o distribution de chaleur aux abonnés de Choisy-le-Roi et de Vitry-sur-Seine.
- *Climespace*, détenue à 22%, est délégataire de service public de production et de distribution d'eau glacée de la Ville de Paris.
- *Tiru*, détenue à 19%, est spécialisée dans la transformation des déchets en matières et énergies via l'exploitation de 37 sites de valorisation des déchets.
- *Transports Réunis Services (TRS)*, détenue à 26%, réalise le traitement et le transport de charbon destiné à la centrale de Saint-Ouen.
- *Géotelluence*, détenue à 50%, a été créée en 2014 pour porter une délégation de service public de la ville d'Ivry-sur-Seine pour la production et la distribution d'énergie calorifique sur le secteur Ivry Port Centre.

2.2. Un modèle économique exposé à de fortes contraintes

Pour répondre aux objectifs de la *Ville de Paris* en matière environnementale, le Groupe a mis en place une « stratégie de verdissement » de ses métiers qui se révèle coûteuse en termes de croissance et de profitabilité.

2.2.1. Chiffre d'affaires sous pression, ...

Au cours des dix dernières années, la politique environnementale conduite aux différents niveaux de la sphère politique (international, national, régional et municipal) s'est traduite par la mise en place d'objectifs ambitieux de lutte contre le réchauffement climatique. Dans son *Plan Climat Energie*, lancé en 2007 et réactualisé en 2012, la *Ville de Paris* a ainsi affirmé son engagement en matière environnementale en définissant des objectifs ambitieux à l'horizon 2050 (réduction des émissions de gaz à effet de serre de 75% par rapport au niveau observé en 2004) qui vont au-delà des obligations définies par le *Grenelle de l'Environnement*.

Un premier palier d'objectifs a été fixé pour le territoire parisien pour 2020 :

- réduction de 25% des émissions de gaz à effet de serre par rapport à 2004 ;
- réduction de 25% des consommations d'énergie par rapport à 2004 ;
- franchissement du seuil de 25% d'énergies renouvelables et de récupération dans le mix énergétique.

Dans le domaine de l'habitat, ces objectifs se traduisent par un ensemble de préconisations faites aux acteurs du bâtiment et du logement dans le but d'améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments et ainsi réduire leur empreinte écologique. Pour le groupe *CPCU*, l'accroissement de l'efficacité énergétique des bâtiments va mécaniquement se traduire par une réduction progressive de la puissance souscrite par les utilisateurs.

Cette baisse des volumes vendus pourra difficilement être compensée par des gains de part de marché sur les acteurs concurrents en raison de la faible compétitivité actuelle des prix du chauffage *CPCU* par rapport aux solutions alternatives (cf. *infra*, section 2.2.2). Cependant, cette absence de compétitivité actuelle du chauffage *CPCU* ne devrait pas de provoquer de pertes de part de marché significatives en raison de la moindre flexibilité des clients de *CPCU*.

En effet, la capacité des clients de *CPCU* à changer de mode de chauffage est relativement limitée.

- Dans le résidentiel privé (environ 27% des ventes en 2016), cette capacité est faible en raison de la rigidité induite par la gouvernance des copropriétés et des coûts élevés induits par un changement de mode de chauffage (acquisition et installation



de chaudières, en supposant que les locaux requis n'aient pas été réaffectés à d'autres usages à la suite du raccordement au chauffage urbain).

- Dans le tertiaire privé (environ 29% des ventes), cette capacité est plus importante si bien que le risque de perte de contrat est plus élevé.
- S'agissant des autres utilisateurs, pour l'essentiel des acteurs publics (résidentiel public et social, santé, enseignement et autres, représentant ensemble environ 44% des ventes), le risque de perte de contrat au profit d'un opérateur privé semble limité du fait des intérêts portés par la *Ville de Paris* dans *CPCU*.

Relevons enfin que, à la suite de la hausse de tarif appliquée par le Groupe au 1^{er} janvier 2016 en accord avec la *Ville de Paris*, les tarifs ont été gelés jusqu'en 2019. Cette hausse HT de 8,7% en moyenne, destinée à financer le verdissement du réseau de chaleur et les travaux en lien avec l'amélioration de la qualité de l'air, s'est accompagnée de la réduction du taux de TVA permise par le franchissement du seuil de 50% d'EnR&R (cf. *infra*, section 2.2.2), ce qui a conduit au total à une baisse moyenne du tarif TTC d'environ 2%.

Pour toutes ces raisons, les perspectives de croissance du Groupe sur les prochaines années semblent pour le moins limitées.

2.2.2. ... augmentation des investissements et alourdissement de la structure de coûts ...

En tant qu'acteur majeur de l'environnement urbain et délégataire de service public sur le territoire de la ville de Paris, le groupe *CPCU* a été largement impacté par les objectifs ambitieux de la *Ville de Paris* en matière environnementale.

Au cours des dernières années, la Société a réalisé de lourds investissements (340 m€ sur la période 2014-2016) avec les objectifs suivants.

- Faire évoluer le mix énergétique afin d'atteindre les 50% d'énergies renouvelables et de récupération (EnR&R), premier palier d'objectifs fixé par la *Ville de Paris*. Ce seuil a été franchi en 2016 grâce notamment à l'utilisation de nouvelles énergies renouvelables, la biomasse et le biocombustible liquide, utilisées en complément des usines d'incinération des ordures ménagères du *Syctom*. Ce résultat a été obtenu au prix d'investissements importants, notamment dans les projets suivants :
 - o Nouvelle logistique permettant le passage de la centrale charbon de Saint-Ouen à un mix de granulés de bois et de charbon.
 - o Conversion au gaz naturel et au biocombustible liquide de cinq anciennes centrales au fioul (Ivry-sur-Seine, Grenelle, Vaugirard, Bercy et Kremlin-Bicêtre) dans le but de supprimer ce combustible et ainsi réduire les émissions de polluants atmosphériques. Cette évolution s'est accompagnée d'une mise aux normes et d'une modernisation importante des centrales.
 - o Projet *Paris Nord-Est (Géométropole)*, lancé par *CPCU* et *Climespace* en 2012 et soutenu par l'*Ademe*, qui porte sur la réalisation d'une centrale géothermique dans le 19^e arrondissement de Paris. Cette centrale, mise en service en 2014, prélève la chaleur à 1 800 mètres de profondeur et à 55°C pour produire du chaud et du froid, et constitue une source d'énergie locale renouvelable, sans rejet polluant ni épuisement de la ressource.

Ces efforts de verdissement devront par ailleurs être poursuivis sur les prochaines années afin d'atteindre le nouvel objectif de 60% d'EnR&R à l'horizon 2020 fixé par la *Ville de Paris* dans son nouveau *Plan Climat Air Energie*.

- Fiabiliser le réseau de retour des condensats (i.e. retour de l'eau ayant délivré ses calories aux clients vers les centrales de production). Un plan quadriennal de maintenance préventive et curative avait été mis en place par *CPCU* sur la période 2014-2017 et approuvé par la *Ville de Paris* afin d'accroître le taux de retour d'eau et ainsi améliorer la performance économique et environnementale du réseau de chaleur. D'importants investissements ont ainsi permis d'atteindre en 2017 un taux de retour d'eau de 44% (vs. 34% en 2014). L'objectif de *CPCU* pour les prochaines années est de poursuivre ces investissements afin d'atteindre un taux de retour



d'eau de 60% à l'horizon 2024, soit un taux considéré suffisant pour que l'installation soit jugée « en état normal de fonctionnement » au terme de la concession (cf. *infra*, section 2.3).

Dans un contexte de baisse du prix des énergies fossiles, la stratégie de verdissement mise en œuvre par *CPCU* a eu pour effet d'accroître l'écart de compétitivité avec les modes de chauffage concurrents, notamment le gaz. La hausse de la part des EnR&R dans le mix énergétique de *CPCU* signifie en effet le remplacement d'énergies fossiles dont le coût a plutôt diminué ces dernières années (charbon, fioul, gaz) par des EnR&R encore très coûteuses (bio-combustible, bois et géothermie), et ceci au prix de lourds investissements.

C'est pour faire face à cet alourdissement de la structure de coûts que *CPCU* a appliqué, au 1^{er} janvier 2016, en accord avec la *Ville de Paris*, la hausse tarifaire HT susmentionnée.

2.2.3. ... induisent une érosion de la marge opérationnelle et de la rentabilité des capitaux employés

Une érosion des marges de *CPCU* est attendue sous l'effet conjugué (i) de la baisse du chiffre d'affaires induite par la réduction des volumes vendus (cf. *supra*, section 2.2.1) et (ii) de la hausse des coûts d'exploitation consécutive aux contraintes environnementales fixées par la *Ville de Paris* (cf. *supra*, section 2.2.2). Parallèlement, afin d'éviter une dégradation complémentaire de la marge opérationnelle, une attention accrue doit être portée à l'entretien du réseau, ce qui signifie le maintien de l'effort d'investissement.

Dans ce contexte, il apparaît difficile, voire impossible, d'accroître la rentabilité de l'activité (i.e. rentabilité des capitaux employés ou ROCE pour *Return On Capital Employed*). Or, à fin 2017, cette rentabilité avoisine 5%, soit un niveau légèrement inférieur au coût du capital du Groupe (cf. *infra*, section 3.3.2).

2.3. Une incertitude complémentaire liée à l'échéance prochaine de la concession de la ville de Paris

Le principal contrat de concession détenu par *CPCU*, relatif à la distribution de chaleur sur le territoire de la ville de Paris, arrive à échéance en 2024. Au-delà de cette date, deux scénarios sont envisagés par le Management :

- arrêt des activités liées à la concession du fait de la décision de la *Ville de Paris* (attribution de la concession à un autre acteur ou mise en régie du service) ;
- poursuite de ces activités suite au gain par *CPCU* de l'appel d'offre qui serait lancé par la *Ville de Paris*.

Relevons à cet égard que le faible niveau de rentabilité de l'activité de *CPCU* et l'absence de réelles perspectives d'amélioration (cf. *supra*, section 2.2.3) limitent *a priori* le nombre de candidats potentiels, et cela d'autant plus que le repreneur éventuel devra investir un montant important pour la reprise du réseau de canalisations et éventuellement des outils de production aujourd'hui exploités par *CPCU*. Dans ces conditions, la reprise du principal contrat de concession de la Société ne pourra intéresser qu'un acteur recherchant non pas la rentabilité de son investissement, mais la visibilité offerte par la reprise d'une activité phare qu'il pourra éventuellement présenter comme une vitrine marketing dans le cadre de son développement.

En cas d'arrêt des activités de *CPCU* liées à la concession, les biens faisant partie du domaine concédé et constituant des « biens de retour » au sens de la concession¹ seront

¹ Article 6.1 du contrat de concession : « l'ensemble des branchements [...], canalisations, installations et ouvrages accessoires, nécessaires à la distribution et au transport de chaleur par la vapeur ou l'eau chaude, situés sur le territoire de la Ville de Paris [...], la liste des clients et les contrats en cours avec la clientèle qui entrent dans l'objet de la concession »



repris par le concédant à leur valeur nette comptable. Il s'agit essentiellement du réseau de canalisations situé sur le territoire de la ville de Paris. Bien que l'activité de production de chaleur ne fasse pas partie du domaine concédé (ainsi que le réseau de canalisations situé en dehors de la ville de Paris), le concédant peut reprendre également à leur valeur comptable les actifs associés à cette activité et constituant des « biens de reprise » au sens de la concession².

Sur le plan financier, les implications de ce premier scénario pour *CPCU* sont donc principalement l'encaissement d'une indemnité de fin de concession (« IFC ») versée par la *Ville de Paris* pour la reprise des biens de retour et, le cas échéant, des biens de reprise. Cette indemnité, définie à l'Article 39 du contrat de concession, correspond à la valeur nette comptable des biens (exception faite de certains « biens de reprise » comme les terrains, repris à la valeur vénale).

En cas de poursuite des activités de *CPCU* liées à la concession, le Groupe continuerait à opérer ses activités de production et de distribution dans des conditions globalement similaires à celles anticipées à l'horizon 2024 (c'est-à-dire dans un contexte de croissance et de profitabilité sous tension).

2.4. Appréciation du caractère équitable du Prix d'Indemnisation

Sous réserve de l'avis de conformité délivré par l'AMF, la présente Offre débouchera nécessairement sur le retrait obligatoire des titres *CPCU* qui ne seraient pas présentés à l'Offre. Dans ce contexte, le caractère équitable du Prix d'Indemnisation proposé par l'Initiateur doit intégrer non seulement la valeur de la Société en *stand-alone* (« Valeur Intrinsèque »), mais également une fraction raisonnable des bénéfices attendus de l'Opération par l'Initiateur (synergies éventuelles, valeur éventuelle du contrôle de la Société sur le marché, économies engendrées par l'Opération, etc.).

Dans le cas d'espèce, l'appréciation de la Valeur Intrinsèque de la Société est délicate car, comme on l'a souligné plus haut, le devenir du modèle économique de *CPCU* après expiration de la concession actuelle avec la *Ville de Paris* est à ce jour incertain et deux scénarios distincts (arrêt ou poursuite des activités liées à la concession) sont aujourd'hui envisagés par le Management. En théorie, pour qu'il puisse être considéré comme équitable, le Prix d'Indemnisation proposé par l'Initiateur doit intégrer la valeur des titres de la Société dans chacun de ces deux scénarios, affectée de la probabilité d'occurrence. En réalité, nous considérons que la valeur de l'activité de *CPCU* est la même dans les deux scénarios pour les raisons suivantes.

Pour *CPCU*, remporter l'appel d'offre signifierait renoncer à percevoir l'IFC et donc implicitement décider de réinvestir ce montant dans le nouveau contrat de concession. Parallèlement, le portefeuille d'activités du Groupe génère une rentabilité légèrement inférieure au coût du capital, ce qui signifie qu'elle n'est pas créatrice de valeur. Or, pour les raisons évoquées précédemment, cette situation a peu de chance d'évoluer dans les années qui viennent. Dans ce contexte, sauf à supposer que le concédant (i.e. la *Ville de Paris*) procède à des ajustements significatifs du contrat de concession, nous considérons que la poursuite des activités liées à la concession dans le cadre d'un nouveau contrat ne serait pas créatrice de valeur. Autrement dit, la Valeur Actuelle Nette (« VAN ») des flux attendus sur la durée de la nouvelle concession correspondrait peu ou prou au montant de l'IFC que *CPCU* réinvestirait implicitement dans l'opération.

Dès lors, la Valeur Intrinsèque de l'activité de *CPCU* peut être déterminée sur la base du seul scénario qui suppose l'arrêt des activités liées au principal contrat de concession détenu par la Société.

² Article 6.2 du contrat : « *Le mobilier, le matériel mobile et les biens immatériels affectés à l'exploitation du service et les approvisionnements en stock d'une part ; les centrales de production quelle que soit leur implantation dans ou en dehors de la Ville de Paris et les terrains sur lesquels elles sont situées, les canalisations, installations et ouvrages accessoires de distribution et transport situés en dehors du territoire de la Ville de Paris d'autre part* »



Un raisonnement similaire a été retenu pour évaluer les activités connexes liées aux autres contrats de concession.

S'agissant des bénéfices attendus de l'Opération par l'Initiateur, notons tout d'abord que les concertistes détiennent depuis de nombreuses années le contrôle de la Société et que la mise en œuvre de l'Opération ne va donc pas engendrer de synergies commerciales ou opérationnelles. Par ailleurs, la Société développant un portefeuille de concessions, essentiellement sous la forme de délégations de service public (DSP), la valeur du contrôle de la Société sur le marché est faible (cf. *supra*, section 2.3). En revanche, le plan d'affaires qui nous a été communiqué par le Management tient compte des économies attendues du retrait de la cote des titres de la Société. Ces économies, estimées entre 150 et 200 k€ par an, recouvrent notamment (i) le temps consacré par les personnes au siège à l'élaboration des publications financières qui pourra ainsi être alloué à d'autres missions à mener par la Société et (ii) une réduction du coût des frais externes (dont les coûts de commissariat aux comptes et les coûts liés à la cotation).

Au total, puisque les bénéfices attendus de l'Opération par l'Initiateur ont bien été pris en compte dans le plan d'affaires qui a servi de base à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société, pour que les conditions financières de l'Opération puissent être considérées comme équitables, il suffira donc de constater que le Prix d'Indemnisation est au moins égal à la Valeur Intrinsèque des actions de la Société estimée par le biais d'une approche multicritères d'évaluation.

3. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres *CPCU*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de *CPCU*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

3.1. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur les références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable par action n'est généralement pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque d'une entreprise, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation courante.

Dans le cas de *CPCU*, compte tenu des spécificités de l'activité de concessions et la proximité de la rentabilité générée par cette activité avec le coût du capital (cf. *supra*, section 2.2.3), l'actif net comptable de la Société constitue une référence de la Valeur Intrinsèque que l'on ne peut écarter.

Au 31 décembre 2017, sur la base des capitaux propres part du groupe (soit 317 m€) et du nombre total d'actions composant le capital de *CPCU* (soit 1 725 320, cf. *infra*, section 3.2.3), l'actif net comptable consolidé par action ressort à 183,7 €.

3.1.2. Cours de bourse

Liquidité du titre

Le groupe *CPCU* est coté sur le compartiment B du marché réglementé *Euronext Paris*. Au 15 mars 2018, *CPCU* affichait une capitalisation boursière d'environ 188 m€.

Le capital de *CPCU* est principalement détenu par *Engie Energie Services* (64,39%) et la *Ville de Paris* (33,50%). Le flottant ne représente que 2,11% des actions en circulation. En raison de la taille réduite du flottant, les volumes échangés au cours des 12 derniers mois n'ont représenté que 0,4% du capital, soit un montant de transactions journalières inférieur à 6 k€. La liquidité du titre est donc très faible.

CPCU - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En k€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	
Au 15 mar. 2018	109,00	1	0,0 %	1	0,0 %	0,0 %	0
Dernière semaine	108,33	8	0,0 %	39	0,0 %	0,1 %	4
Dernier mois	107,81	28	0,0 %	455	0,0 %	1,2 %	49
3 derniers mois	105,64	30	0,0 %	815	0,0 %	2,2 %	86
6 derniers mois	99,72	45	0,0 %	2 495	0,1 %	6,8 %	249
12 derniers mois	97,73	55	0,0 %	6 555	0,4 %	18,0 %	641

(*) Période précédant le 15 mars 2018

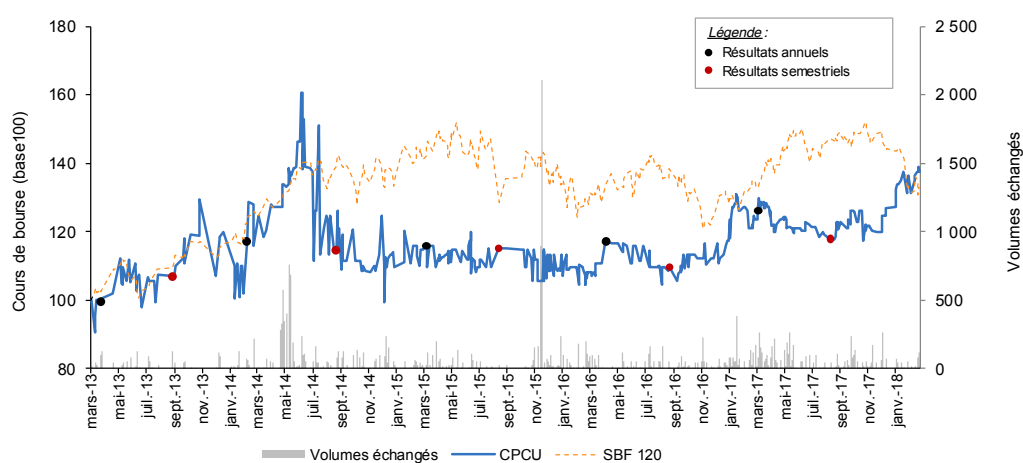
Note : Cours de bourse calculé sur la base des cours de clôture

Source : CapitalIQ



Evolution historique du cours de bourse

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse de *CPCU* et de l'indice *SBF 120* sur les cinq dernières années.



Entre début 2013 et mi 2014, le cours de bourse de *CPCU* suit une pente haussière significative, atteignant un pic à 126 € le 16/06/2014 (soit, en seulement 4 mois, une hausse de 57% par rapport au point bas enregistré le 10/02/2014). Cette embellie prend cependant vite fin puisque le cours perd à nouveau 27% en moins d'un mois, entre le 23 juin et le 14 juillet 2014.

Pendant les deux années suivant cet épisode (soit entre la fin d'année 2014 et la fin d'année 2016), le cours de bourse de *CPCU* reste relativement stable.

Depuis le début d'année 2017, le titre connaît deux nouveaux épisodes haussiers : un premier en janvier 2017, suivi d'un second entre décembre 2017 et janvier 2018.

Les évolutions observées sur le cours de bourse de *CPCU* au cours des cinq dernières années apparaissent globalement décalées de l'évolution du marché et du secteur, et relativement peu impactées par les communiqués de presse et annonces de résultats effectués par les dirigeants de *CPCU*, traduisant l'absence d'efficience du marché sur ce titre liée à un niveau de flottant insuffisant (2,11%).

Le cours de bourse ne constitue donc pas une référence pertinente pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de *CPCU*.

3.1.3. Prix-cibles des analystes financiers

Le titre *CPCU* n'est suivi par aucun analyste financier. Nous ne disposons donc d'aucun prix-cible d'analyste financier pouvant constituer une référence d'évaluation.

3.1.4. Transactions récentes sur le capital

Les participations que détiennent les actionnaires majoritaires *Engie Energie Services* et la *Ville de Paris* dans *CPCU* n'ont pas évolué depuis respectivement 1991 (64,39%) et 1987 (33,50%).

Nous ne disposons donc d'aucune transaction récente significative sur le capital de la Société.



3.2. Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles : approche méthodologique et paramètres clés

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise ») intégrant par construction les effets de la sortie de bourse, (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces différentes composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique, la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *CPCU* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. *infra*, sections 3.4 et 3.5), les deux méthodes relevant de l'approche analogique n'ont pu être mises en œuvre de façon satisfaisante pour obtenir des résultats pertinents dans le présent contexte.

Avant de présenter les résultats de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.3), qui conclut sur la Valeur Intrinsèque du portefeuille d'activités de la Société, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque des titres *CPCU*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 3.2.2) et le nombre de titres (section 3.2.3) à la date d'évaluation.

3.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

Le montant à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan consolidé du Groupe *CPCU* disponible à la date des présentes, à savoir un bilan consolidé arrêté au 31 décembre 2017.

Endettement financier net

L'endettement financier net de *CPCU* au 31 décembre 2017 est principalement constitué (i) de prêts souscrits par *CPCU SA* auprès de la *BEI (Banque Européenne d'Investissement)*, (ii) de prêts long-terme accordés par *Engie Finance SA* aux entités *CPCU SA*, *Géométropole* et *SNC Choisy-Vitry Energie* et (iii) d'un compte-courant *Engie Finance SA* régi par une convention de trésorerie mise en place en octobre 2007.

Participations dans les sociétés mises en équivalence

CPCU détient des participations dans 5 entités mises en équivalence dans les comptes du Groupe :

- *Géotelluence* (50%) ;
- *Climespace* (22%) ;
- *SNC Choisy Vitry Distribution* (45%) ;
- *Tiru* (19%) ;
- *Transports Réunis Services - TRS* (26%).

La valeur de marché de ces participations a été estimée à partir des informations financières disponibles :

- Pour *Géotelluence*, *Climespace* et *SNC Choisy Vitry Distribution*, des jeux de prévisions nous ont été communiqués par le Management :
 - o Sur *Géotelluence*, il s'agit du plan d'affaires détaillé qui avait été élaboré lors du lancement du projet en 2013 sur l'ensemble de la période d'exploitation de la centrale (*i.e.* jusqu'en 2035), plan d'affaires jugé toujours d'actualité par le Management.
 - o Sur *Climespace*, les prévisions, établies fin 2017, couvrent la période restant à courir jusqu'à la fin de la concession avec la *Ville de Paris* (2018-2020) et intègrent le versement d'une IFC en 2021.
 - o Sur *SNC Choisy Vitry Distribution*, les prévisions ont également été élaborées fin 2017, couvrent la période restant à courir jusqu'à la fin de la concession (2018-2025) et intègrent le versement d'une IFC.

Sur la base de ces prévisions, nous avons estimé la valeur d'entreprise de chaque entité à l'aide de la méthode DCF. La valeur de la quote-part de capital détenue par CPCU a ensuite été déterminée par application du pourcentage de détention à la valeur des capitaux propres obtenue après déduction de l'endettement net et des autres passifs (actifs) hors exploitation de chaque entité au 31 décembre 2017.

- Pour *Tiru*, en l'absence de prévisions communiquées par le Management, nous avons retenu la valeur comptable à fin 2017, soit une valeur nulle. Relevons que cette hypothèse est optimiste au vu des lourdes pertes comptabilisées par *Tiru* sur 2017 et de la faible probabilité d'un retour à la profitabilité à moyen terme.
- Pour *TRS*, en l'absence de prévisions communiquées par le Management, nous avons également retenu la valeur comptable à fin 2017 compte tenu de la taille limitée de cette entité (résultat opérationnel de 0,5 m€ en 2017 pour un chiffre d'affaires de 4,9 m€).

Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires de CPCU recouvrent les quotes-parts non détenues par le Groupe dans les filiales *Géoméropole*, *CVIT* et *CVE*. Ils ont été évalués à leur juste valeur à partir (i) de la valeur totale des capitaux propres obtenue sur chacune de ces trois filiales (à 100% - cf. *infra*, section 3.3) et (ii) du pourcentage non détenu par le Groupe dans le capital de ces entités.

Provisions pour avantages du personnel

La provision pour avantages du personnel correspond essentiellement aux droits de retraite acquis par les salariés de CPCU à fin 2017, ainsi qu'aux avantages en nature énergie accordés au personnel. Comme la charge de désactualisation (« *interest cost* ») liée aux retraites est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel (qui incluent le coût des services rendus ou « *service cost* », ainsi que le coût de la différence tarifaire liée aux avantages en nature énergie des retraités CPCU), cette provision (nette des impôts différés afférents) a été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Sur la base des seules informations fournies dans les documents de référence de la Société, nous considérons que la valeur



de ces droits futurs est appréhendée à travers le « *service cost* » implicitement pris en compte dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs de la Société.

Provisions pour risques et charges

Nous comprenons de nos entretiens avec le Management que les décaissements afférents aux provisions pour risques et charges (constituées essentiellement des provisions pour réparation du réseau de retour d'eau) sont déjà pris en compte dans les flux prévisionnels du Management. Ces provisions n'ont donc pas été intégrées dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

Le Management nous a communiqué le stock de déficits fiscaux de *Géométropole* jugés recouvrables sans limitation de temps au 31 décembre 2016. Pour estimer la valeur actuelle des économies fiscales afférentes, nous nous sommes fondés sur le jeu de prévisions élaboré par le Management sur la période 2018-2043 et sur les hypothèses de taux d'impôt présentées en section 3.3.1.

Synthèse

Le tableau ci-après fournit une présentation synthétique des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

CPCU - Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 31/12/2017

m€

Endettement financier net	271,4
- Participation dans les MEE	34,7
+ Valeur des intérêts minoritaires	8,9
+ Provisions pour avantages du personnel	182,9
- Impôts différés liés aux avantages du personnel	47,0
- Actif d'impôt lié aux reports déficitaires	0,4
= Total au 31/12/2017	381,1

3.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

Le capital social de la Société est entièrement libéré et composé de 1 725 320 actions. En l'absence d'action auto-détenue ou de plan d'actions gratuites et de performance accordé aux dirigeants et salariés, nous retenons l'intégralité des 1 725 320 actions pour estimer la valeur unitaire des actions à partir de la valeur globale des capitaux propres.

3.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

Le Management nous a transmis le plan d'affaires de chacune des quatre entités consolidées par intégration globale (*CPCU SA*, *Géométropole*, *CVIT* et *CVE*). Le plan d'affaires de la société mère intègre les économies de coûts attendues de la sortie du titre de la bourse.

La période couverte par ces différents plans d'affaires correspond précisément à la durée de vie résiduelle des concessions et des unités de production associées. Ces plans d'affaires incluent donc les flux liés à l'activité jusqu'à expiration des concessions (ou, pour *CVIT*, jusqu'à amortissement complet des outils de production) et, le cas échéant, l'encaissement de l'IFC à l'extinction des concessions.



La valeur de l'activité de chacune des quatre entités consolidées par intégration globale a été estimée séparément, la valeur d'entreprise du Groupe étant ensuite calculée en sommant les quatre estimations obtenues.

3.3.1. Estimation des flux de trésorerie sur la durée de vie résiduelle des concessions et des unités de production associées

CPCU SA

Le Management nous a communiqué les éléments suivants :

- un plan d'affaires sur trois ans (2018-2020) sous la forme d'un compte de résultat détaillé et élaboré dans le cadre du processus budgétaire pluriannuel de la Société ;
- un plan d'investissements sur la durée résiduelle de la concession (2018-2024) qui a fait l'objet d'une attention particulière de la part des dirigeants pour deux raisons :
 - o un niveau élevé d'investissements est nécessaire d'ici 2024 pour fiabiliser le réseau de retour condensats et atteindre un taux de retour d'eau permettant de justifier « l'état normal de fonctionnement³ » des biens de retour défini dans le contrat de concession, condition nécessaire au versement de l'IFC par la *Ville de Paris* ;
 - o le montant des investissements restant à réaliser jusqu'à l'expiration de la concession conditionne au premier chef le montant de l'IFC.
- une estimation de l'IFC que *CPCU SA* recevra de la *Ville de Paris* à l'expiration de la concession.

Pour le calcul des flux de trésorerie générés par l'activité sur la période 2021-2024, nous avons projeté un chiffre d'affaires et une marge opérationnelle stables par rapport aux niveaux attendus à l'horizon 2020. Ces hypothèses constituent un scénario optimiste compte tenu des évolutions anticipées par le Management à cet horizon 2020 (i.e. légère diminution du chiffre d'affaires et contraction de la marge opérationnelle en raison des contraintes évoquées en sections 2.2.1 et 2.2.2).

En sus du flux d'exploitation annuel (supposé intervenir en milieu d'année) et de l'IFC (supposée encaissée en fin d'année), le flux de l'année 2024 comprend l'apurement du besoin en fonds de roulement (supposé intervenir en fin d'année).

S'agissant du taux d'imposition, nous avons considéré une réduction progressive de 34,43% en 2018 à 25,8% à l'horizon 2022, conformément à la dernière Loi de Finance adoptée en France.

Géoméropole

Le Management nous a communiqué le plan d'affaires élaboré fin 2017 pour les besoins d'un test de dépréciation. Ce plan couvre la période 2017-2043, soit une période allant jusqu'à la fin de l'amortissement de la centrale et l'expiration des concessions de fourniture d'énergie thermique contractées avec *CPCU* et *Climespace* (concessions signées en 2014 pour une période de 30 ans).

Ce plan se décompose en deux phases :

- une phase de *ramp-up* (jusqu'en 2018), au cours de laquelle la croissance du chiffre d'affaires et des marges est élevée ;
- une phase de maturité (2019-2043) caractérisée par une croissance en ligne avec l'hypothèse d'inflation des coûts d'achat.

Ces prévisions intègrent une refacturation à *CPCU SA* et *Climespace* de l'ensemble des charges externes (hors achats), frais généraux, amortissements et coûts de financement supportés par *Géoméropole*, conformément aux contrats de concession.

³ Article 39 du contrat de concession de la ville de Paris



Les taux d'impôt considérés sont les mêmes que ceux retenus pour *CPCU SA*. Cependant, les impôts pris en compte n'intègrent pas les économies résultant de l'utilisation de déficits fiscaux reportables, car cet élément a été évalué séparément et pris en compte dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (cf. *supra*, section 3.2.2).

Aucun flux terminal n'est considéré à l'horizon 2043, le Management considérant que la valeur vénale de la centrale à cet horizon serait négligeable.

CVIT et CVE

Le Management nous a transmis deux jeux de prévisions simplifiées élaborés début 2018 dans le cadre de l'Opération et couvrant les périodes suivantes :

- 2018-2030 pour *CVIT*, soit jusqu'à la fin de l'amortissement de la cogénération ;
- 2018-2025 pour *CVE*, soit jusqu'à l'expiration de la concession.

S'agissant de *CVE*, ces prévisions intègrent l'encaissement d'une IFC à l'expiration de la concession en 2025.

S'agissant de *CVIT*, aucun flux terminal n'a été pris en compte à la fin de la période d'amortissement de la cogénération en 2030, le Management considérant que la valeur vénale des actifs immobilisés à cet horizon serait négligeable.

3.3.2. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les *free cash flows* espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le pool de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à privilégier les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions



Taux d'intérêt sans risque

Du fait de la crise de la zone euro, les taux de rendement des emprunts d'État des pays européens évoluent depuis plusieurs années de façon très contrastée. Ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque de crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité importante des taux de rendement des emprunts d'État, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Prenant acte de cette forte volatilité, nous avons retenu une approche normative et considéré un taux d'intérêt sans risque de 3,5% (R_F), soit un niveau comprenant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%. Notre approche est cohérente avec les autres paramètres majeurs de l'évaluation que sont notamment la prime de risque et le taux de croissance normatif de l'activité.

Prime de risque

La prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions (P_M) est égale à la différence entre l'espérance de rentabilité des marchés boursiers $E[R_M]$ et le taux d'intérêt sans risque R_F . Nous fixons le niveau de la prime de risque à 4,5%, ce qui revient à considérer que les marchés financiers doivent générer une rentabilité annuelle $E[R_M]$ de 8,0% avec un taux d'intérêt sans risque R_F égal à 3,5%. Notre prime de risque se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Coefficient bêta

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Dans le cas présent, nous avons constitué un échantillon à partir de sociétés cotées présentes dans le secteur du chauffage urbain. Cependant, l'ensemble de ces sociétés sont des groupes diversifiés dans lesquels l'activité de chauffage urbain ne représente qu'une très faible fraction du portefeuille d'activités (cf. *infra*, section 3.4). L'indice de référence utilisé est l'indice *Stoxx Europe 600*. Les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur des périodes de 4 et 5 ans sur la base de rentabilités mensuelles, seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% étant retenus. Les coefficients bêta ainsi obtenus sont ensuite « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Sur cette base, les coefficients bêta désendettés obtenus se situent dans une fourchette d'estimations comprises entre 0,5 et 0,9, avec une moyenne située à 0,7. Ce coefficient moyen de 0,7 nous semble toutefois peu pertinent compte tenu du faible niveau de comparabilité de *CPCU* avec les sociétés de l'échantillon (cf. *infra*, section 3.4),

Par ailleurs, le Management nous a indiqué que, dans le cadre des tests de dépréciation d'actifs, le groupe *Engie* retenait pour la Société un coefficient bêta de 0,6.

En complément de ces deux références, nous avons cherché à estimer le coefficient bêta de l'activité de la Société à l'aide d'une analyse qualitative portant sur les deux paramètres clés qui fondent le coefficient bêta d'une activité :

- sensibilité à la conjoncture : de par la nature de son activité (délégation de service public de chauffage urbain), le chiffre d'affaires de *CPCU* est quasiment insensible aux évolutions de la conjoncture économique globale ;
- levier opérationnel : l'activité de *CPCU* étant par construction une activité de coûts fixes, son levier opérationnel est élevé et supérieur à la moyenne. Cependant, en raison de la capacité limitée des utilisateurs à changer de mode de chauffage



(cf. *supra*, section 2.2.1), il est possible pour le concessionnaire de borner la volatilité de son résultat en procédant, avec l'accord du concédant, à des ajustements tarifaires (du fait du gel tarifaire décidé jusqu'en 2019, de tels ajustements ne sont envisageables qu'à partir de 2020).

Sur cette base, nous retenons le coefficient bêta de 0,6 utilisé par le groupe *Engie* et qui nous semble raisonnable pour cette activité.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 6,2%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 3,5\% + [0,6 \times 4,5\%] = 6,2\%$$

3.3.3. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des titres *CPCU* au 31 décembre 2017 de 187 euros.

CPCU - Valeur intrinsèque des titres

m€	
CPCU SA	656,2
+ Géoméropole	17,0
+ CVIT	27,2
+ CVE	3,4
= Valeur d'entreprise au 31/12/2017	703,7
- Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation	381,1
= Valeur des capitaux propres au 31/12/2017	322,6
/ Nombre total d'actions	1 725 320
= Prix par action	187,0

Le Prix d'Indemnisation de 187,0 € proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Opération a été fixé par l'Initiateur au vu des résultats de nos travaux d'évaluation à un niveau qui correspond précisément à l'estimation de la Valeur Intrinsèque des titres de la Société issue de ces travaux.

3.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société. Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte dans le cas de *CPCU* à deux difficultés majeures : (i) l'absence d'acteur coté qui serait comme *CPCU* un *pure-player* du chauffage urbain, et (ii) les spécificités du modèle économique de *CPCU* en tant que concessionnaire de service public.

3.4.1. L'absence de *pure-player* coté du chauffage urbain

La mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières repose sur l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant un profil de risque (donc un portefeuille d'activité et une exposition géographique) et une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la Société évaluée.

Dans le cas présent, *CPCU* est engagé exclusivement dans l'activité de chauffage urbain. Les ventes d'électricité réalisées par le Groupe représentent en effet moins de 8% du chiffre d'affaires en 2017 et peuvent être considérées comme un sous-produit de l'activité de chauffage urbain puisqu'elles résultent de l'activité des cogénérations *CPCU*, utilisées avant tout pour alimenter le réseau en vapeur.

Dans le secteur, il existe d'autres acteurs qui proposent une offre de chauffage, mais aucun ne peut être retenu comme référence d'évaluation :

- des sociétés indépendantes non cotées (*Idex* par exemple), qui ne peuvent donc être retenues dans le cadre de la méthode des comparables boursiers ; et
- des filiales de grands groupes du secteur de l'énergie (*Engie* à travers *Engie Réseaux*, *EdF* à travers *Dalkia*, *A2A*, *Iren*, *Hera*, etc.) ou des services aux collectivités (*Veolia* à travers *Veolia Energie*, *Vinci* à travers *Vinci Energies*). L'activité de chauffage de ces groupes représente une trop faible portion de leur portefeuille total d'activités pour que leur mix d'activité puisse être considéré comme raisonnablement comparable à celui de *CPCU*. En outre, ces sociétés présentent des modèles économiques qui diffèrent significativement de celui de la Société.

3.4.2. Les spécificités du modèle économique de *CPCU* en tant que concessionnaire de service public

Les paramètres économiques d'une concession de service public définissent le profil de risque et de rentabilité du concessionnaire. Les paramètres clés d'une concession de service public sont les suivants :

- la durée de vie résiduelle : les flux de trésorerie dégagés par le concessionnaire sur la durée la concession sont impactés significativement par la chronique d'investissements, généralement élevés en début de concession et plus faibles sur les dernières années.
- la capacité du concessionnaire à déterminer librement ses prix : certaines concessions imposent des prix réglementés, induisant une sensibilité à la conjoncture plus importante que dans le cas d'un marché libre.
- les évolutions réglementaires : comme mentionné précédemment (cf. *supra*, section 2.2), la réglementation environnementale en vigueur peut impacter significativement la rentabilité de l'activité. Une réglementation plus exigeante peut par exemple nécessiter la réalisation de lourds investissements ainsi qu'un alourdissement de la structure de coûts.
- le partage de responsabilités entre concédant et concessionnaire : défini dans le contrat de concession, il impacte directement le profil de risque du concessionnaire.
- les conditions de détermination du montant de l'IFC versée par le concédant au concessionnaire à l'expiration de la concession.
- le périmètre des biens de retour et leurs conditions de reprise par le concédant à l'expiration de la concession.

Dans le cas présent, en plus d'être un *pure-player* difficilement comparable aux grands groupes diversifiés opérant dans le secteur, *CPCU* a une activité dont la performance économique dépend essentiellement du contrat de concession octroyé par la *Ville de Paris*, qui représente environ 90% des revenus du Groupe et arrive à échéance en 2024. La nature même de cette concession, bornée à l'horizon 2024, accentue le caractère unique de la Société qui la rend difficilement comparable aux autres acteurs cotés du marché en termes de profil de risque et de croissance bénéficiaire.

Pour ces différentes raisons, nous considérons que la méthode des comparaisons boursières ne peut être retenue pour fournir une estimation pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société.

3.5. Limites de la méthode des transactions comparables pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables se heurte généralement à deux difficultés : (i) la rareté des transactions effectuées au cours de la période récente sur le marché étudié et (ii) l'intégration éventuelle de primes dans les prix de transactions par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises.

Dans le cas présent, les spécificités du modèle économique du Groupe nous ont conduits à écarter la méthode.

Tout d'abord, aucun *pure-player* du chauffage urbain n'a récemment fait l'objet d'une transaction. Les seules transactions récentes observées sur le marché ont concerné des acteurs diversifiés présentant une large palette d'activités dans le domaine de l'énergie ou des services aux collectivités. Citons à titre d'exemples *Thames Water Utilities Limited*, acteur anglais spécialisé dans les services relatifs à l'eau potable et aux eaux usées, et *Empire District Electric Company*, distributeur américain d'électricité, de gaz naturel et de services associés (eau, fibre optique, internet, etc.).

De plus, le portefeuille de concessions portées par ces acteurs présente des caractéristiques éloignées de celles de la concession portée par *CPCU* sur la ville de Paris.

Pour ces deux raisons, la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables ne peut être retenue pour estimer de façon pertinente la Valeur Intrinsèque de la Société.

4. Analyse du « rapport de valorisation » élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *SwissLife Banque Privée* dans le cadre de l'Opération et dont le résumé figure dans le projet de note d'information conjointe qui sera rendu public. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

4.1. Méthodologie d'évaluation

La Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères. Dans ce cadre, elle a examiné deux références d'évaluation : (i) le cours de bourse de *CPCU* sur une période de 12 mois jusqu'au 22 mars 2018 date d'annonce de l'Opération et (ii) l'actif net comptable par action de la Société au 31 décembre 2017. La Banque a par ailleurs évalué la Société en retenant une approche par « somme des parties » en estimant la valeur de chacune de ses composantes à l'aide de la méthode DCF, à l'exception des sociétés *TRS* (dont la valeur a été estimée par la méthode des comparaisons boursières faute de plan d'affaires sur lequel fonder la méthode DCF) et *Tiru* (pour laquelle la valeur comptable a été retenue).

La Banque a également écarté les méthodes d'évaluation fondées sur une approche directe (actualisation des dividendes futurs), ainsi que les deux méthodes relevant de l'approche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) pour évaluer le groupe dans son ensemble.

La démarche d'évaluation retenue par la Banque est donc en tous points identique à la nôtre.

4.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

Compte tenu du contexte spécifique des travaux d'évaluation réalisés sur le périmètre des activités sous contrôle de *CPCU*, à savoir une bonne visibilité tant sur les flux de trésorerie annuels (stabilité attendue du chiffre d'affaires et de la profitabilité) que sur la valeur terminale (montant estimé de l'IFC), il n'est guère surprenant d'observer que le résultat obtenu par la Banque, soit une estimation de la valeur des titres *CPCU* comprise entre 180,2 € et 185,3 €, diffère peu du nôtre, soit une estimation de 187,0 €.

En sus de la similitude des flux, on relève en effet une grande proximité des taux d'actualisation utilisés (taux compris entre 6,0% et 6,2% dans les travaux de la Banque et égal à 6,2% dans les nôtres), et ceci malgré des différences significatives tant au niveau de la démarche de calcul que des composantes.

- Démarche méthodologique : la Banque choisit d'estimer le coût du capital selon une approche indirecte fondée sur la détermination d'un Coût Moyen Pondéré du Capital (ou *WACC*), alors que nous avons retenu une approche directe fondée sur la détermination d'un coût d'opportunité du capital.
- Estimation du risque systématique du portefeuille d'activités : la Banque retient un coefficient bêta proche du nôtre (0,613 contre 0,6) sur la base d'une analyse quantitative fondée sur quelques sociétés européennes du secteur des *utilities* ayant développé une activité dans le domaine des réseaux de chaleur.
- Taux d'intérêt sans risque et prime de risque du marché actions : la Banque retient des mesures instantanées (moyenne 1 mois) qui font ressortir au total une estimation de l'exigence de rentabilité attendue sur le marché actions de 9,5% en valeur centrale (soit un taux sans risque de 1,0% augmenté d'une prime de risque



de 8,5%), alors que, dans nos travaux, ces deux paramètres ont été déterminés dans le cadre d'une approche normative qui fait ressortir une exigence de rentabilité sur le marché actions de 8,0% (soit un taux sans risque de 3,5% augmenté d'une prime de risque de 4,5%).

5. Conclusion

Le présent rapport d'expertise s'inscrit dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Opération ») initiée par *Engie Energie Services* de concert avec la *Ville de Paris* sur les titres *CPCU*. Réalisé à la demande du conseil d'administration de *CPCU* sur le fondement de l'article 262-1 du Règlement Général de l'*AMF*, le présent rapport d'expertise a pour objet de délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de *CPCU*, du prix de 187,0 € par action (« le Prix d'Indemnisation ») proposé par *Engie Energie Services* dans le cadre de l'Offre.

Dans le contexte spécifique du retrait obligatoire, nous avons indiqué au terme de la section 2 du présent rapport que le Prix d'Indemnisation pourra être considéré comme équitable s'il est au moins égal à la Valeur Intrinsèque des actions de la Société telle qu'estimée par le biais d'une approche multicritères d'évaluation en intégrant pleinement les effets attendus de l'Opération.

L'estimation de cette Valeur Intrinsèque a reposé exclusivement sur le résultat des travaux réalisés à l'aide de la méthode DCF, soit une valeur de 187,0 € par action. Dans le cas d'espèce, nous avons en effet considéré que la référence d'évaluation fournie les cours de bourse de la période récente n'était pas pertinente et que les deux méthodes d'évaluation analogiques (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ne pouvaient être mises en œuvre dans des conditions satisfaisantes.

Le Prix d'Indemnisation proposé, soit 187,0 € par action, correspond précisément à l'estimation de la Valeur Intrinsèque des titres *CPCU* issue de nos travaux d'évaluation, ce qui signifie que la condition d'équité posée ci-dessus est respectée. Dès lors, nous estimons que le Prix d'Indemnisation de 187,0 € proposé par *Engie Energie Services* dans le cadre de son offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de *CPCU*.

Paris, le 20 mars 2018

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

Henri Philippe

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait,
suivie d'un Retrait Obligatoire,
initiée par *Engie Energie Services* de concert avec la Ville de Paris,
sur les actions *CPCU*

Addendum au rapport en date du 20 mars 2018

Le présent addendum à notre rapport d'expertise en date du 20 mars 2018 (« le Rapport ») fait suite à la décision d'*Engie Energie Services* (« l'Initiateur ») de réviser le prix (« le Prix d'Offre ») proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait visant les titres *CPCU* (« l'Offre »), en portant ce prix à 201 € contre 187 € dans le projet d'offre initial. Cette augmentation du Prix d'Offre a été motivée par le résultat des diligences complémentaires qui ont été réalisées à la demande de l'*AMF* lors de la phase d'instruction du projet d'offre. Ces diligences ont porté d'une part sur la valeur de certains actifs immobiliers détenus par *CPCU* et d'autre part sur le taux d'actualisation applicable, dans le cadre de la méthode DCF, aux différentes composantes du *free cash flow* généré par la principale concession du groupe *CPCU* et tout particulièrement au flux associé au paiement de l'indemnité de fin de concession (IFC).

S'agissant des actifs immobiliers, les analyses complémentaires ont porté sur deux groupes d'actifs : (i) les terrains bâtis sur lesquels se trouvent les usines de production de chaleur de la Société, (ii) des actifs de bureau localisés Tour de Lyon au 185 rue de Bercy, Paris 12^{ème}.

En ce qui concerne les terrains bâtis sur lesquels se trouvent les usines de production de chaleur de la Société, l'Initiateur justifie la pertinence de la valeur comptable historique qui a été retenue dans le cadre de la détermination du montant de l'IFC au regard des deux considérations suivantes. En premier lieu, pour redonner une valeur de marché à ces terrains, il faudrait non seulement engager des dépenses significatives pour démanteler les constructions situées sur ces terrains et dépolluer les sols, mais également obtenir les autorisations nécessaires pour en modifier la destination et initier une opération de promotion immobilière, et tout ceci sans compter la perte de valeur supportée sur les installations démantelées. En second lieu, au regard des articles 6.2 et 39.3.1 du traité de concession entre *CPCU* et la *Ville de Paris*, il est convenu entre ces derniers que la valeur des terrains entrant dans les biens de reprise à l'article 39.3 soit prise en compte sur la base de leurs valeurs comptables.

En ce qui concerne les actifs de bureau, le résultat de l'expertise immobilière que l'Initiateur a spécialement commanditée dans le cadre des diligences susmentionnées a montré qu'il convenait de réviser à la hausse la valeur qui avait été intégrée dans la détermination du Prix d'Offre sur la base d'une expertise antérieure. Sur cette base, la

valeur des titres *CPCU* ressort à 194,6 €, soit une augmentation de 4% par rapport à l'estimation de 187,0 € qui figurait dans le Rapport et sur la base de laquelle l'Initiateur avait arrêté le Prix d'Offre.

S'agissant à présent du taux d'actualisation applicable aux différentes composantes du *free cash flow* généré par la principale concession de *CPCU*, la question mérite certes d'être soulevée au regard du poids important de l'IFC et de l'horizon relativement proche du paiement de cette indemnité, mais la démarche d'évaluation élaborée pour y répondre s'avère complexe à mettre en œuvre par rapport à la démarche usuelle et n'est pas exempte de critiques.

Dans nos travaux d'évaluation sur cette concession de *CPCU*, nous avons adopté la démarche usuelle consistant à appliquer un taux d'actualisation unique au *free cash flow* net généré par l'activité. Ce taux unique est le coût d'opportunité du capital, estimé par analogie avec des sociétés cotées comparables et, de ce fait, supposé refléter les niveaux de risque différenciés des différentes composantes du *free cash flow*. Considérer des taux différenciés par catégorie de flux est une solution qui semble séduisante sur le plan théorique, car le risque qui pèse sur la marge sur coûts variables est à l'évidence différent de celui qui pèse sur les frais de personnel ou les investissements de renouvellement. Une telle solution s'avère cependant délicate à mettre en œuvre dans la pratique. Ainsi, sauf cas extrême des flux pouvant être considérés comme certains, les références font défaut pour déterminer les taux applicables à chaque catégorie de flux. En outre, à supposer que l'on ait été en mesure d'identifier différentes catégories de flux avec leur taux d'actualisation spécifique, il reste à vérifier la cohérence globale de ces choix en montrant que la moyenne des taux spécifiques, pondérée par la contribution de chaque catégorie de flux à la valeur globale de l'activité, correspond bien au coût d'opportunité du capital de l'activité, tel qu'estimé à partir de données de marché.

En dépit de ces difficultés méthodologiques, nous avons tenté de conforter la pertinence des résultats issus des travaux d'évaluation décrits dans le Rapport, en mettant en œuvre une méthodologie d'évaluation alternative fondée sur l'utilisation de taux d'actualisation différenciés. Afin de rendre l'exercice réalisable, nous avons rangé les différentes composantes du *free cash flow* global généré par la concession *CPCU* en deux catégories : (i) les flux considérés comme sans risque auxquels nous avons appliqué le taux sans risque de 3,5% retenu dans nos travaux, (ii) les flux considérés comme risqués auxquels nous avons appliqué le taux risqué de 6,9% (par construction supérieur au taux unique de 6,2% retenu dans nos travaux) qui résulte de la contribution respective des deux catégories de flux définies ci-après à la valeur globale de l'activité.

Concrètement, ont été rangés dans la catégorie des flux sans risque les composantes suivantes du *free cash flow* : la marge sur coûts fixes (solde entre le chiffre d'affaires généré par les abonnements et les coûts fixes tels que définis par *CPCU*), les frais généraux, l'IFC relative aux « biens de retour » et les investissements associés. Ont été rangés dans la catégorie des flux risqués : la marge sur coûts variables (telle que définie par la Société), l'IFC relative aux « biens de reprise » (biens dont la *Ville de Paris* a le choix d'exercer ou non son option de reprise) et les investissements associés. Sans surprise, cette segmentation binaire ne peut refléter la diversité des situations, mais elle nous semble globalement raisonnable. A titre d'exemple, l'IFC relative aux biens de retour peut certes être considérée comme sans risque dans son principe en vertu du contrat de concession, mais en aucune façon quant à son

montant, sujet à de possibles discussions sur « l'état de bon fonctionnement » des installations concernées.

Sur la base de ces hypothèses, nous obtenons une valeur théorique du titre *CPCU* de 200,9 €. Cette estimation est proche de l'estimation de 194,6 €, issue de la démarche d'évaluation usuelle mise en œuvre dans notre rapport d'expertise (et intégrant l'ajustement opéré ci-dessus sur la valeur des actifs de bureau). Dès lors, compte tenu des biais positifs évoqués ci-dessus, nous estimons que le résultat de la démarche alternative conforte la pertinence de cette estimation de 194,6 € (écart limité d'environ 3% entre les deux estimations).

Au total, sur la base des considérations précédentes, nous estimons que le prix d'offre de 201 € finalement proposé par *Engie Energie Services*, dans le cadre de l'Offre et dans la perspective de la procédure de retrait obligatoire qui suivra, est équitable pour les actionnaires minoritaires de *CPCU*.

Paris, le 4 mai 2018

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson
Associé

Henri Philippe
Associé

VI. DÉCISIONS ET AVIS MOTIVÉS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE COMPAGNIE PARISIENNE DE CHAUFFAGE URBAIN

VI.1 Avis motivé du conseil d'administration du 22 mars 2018

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de CPCU s'est réuni le 22 mars 2018 sous la présidence de Monsieur Frédéric MARTIN afin d'examiner l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres étaient présents ou représentés.

Le comité d'audit de la Société, présidé par M. Arnaud LOCUFIER, seul administrateur indépendant du conseil d'administration, et composé de Mme Cécile PREVIEU, Mme Florence FOUQUET, M. Didier ENGELS et M. Rémi FERAUD, s'est réuni le 14 mars 2018 afin d'échanger avec l'Expert Indépendant sur la méthodologie adoptée par celui-ci pour l'analyse multicritères et l'appréciation du Prix de l'Offre et de prendre connaissance de ses premières conclusions dans le cadre d'un rapport d'étape.

Il a fait été part au conseil d'administration du 22 mars 2018 des échanges des représentants du comité d'audit de CPCU avec l'Expert Indépendant.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance des membres du conseil :

- le projet de note d'information conjointe établi par l'Initiateur et la Société, tel qu'il est envisagé d'être déposé auprès de l'AMF contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport établi par l'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ;
- les projets des documents « autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société ; et
- le projet de communiqué de presse, établi conjointement par l'Initiateur et la Société, annonçant le dépôt du projet d'Offre devant être diffusé par un diffuseur professionnel.

Au vu des termes de l'Offre présentés dans le projet de note d'information conjointe et après en avoir débattu, le conseil d'administration constate que :

- compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, du faible volume d'échange sur les actions de la Société sur le marché Euronext Paris et d'une activité ne nécessitant pas de recourir à une offre au public d'instruments financiers à court ou moyen termes, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur le marché Euronext Paris n'est plus justifié ;
- ENGIE ENERGIE SERVICES souhaite pouvoir procéder au Retrait Obligatoire des actions CPCU afin notamment que la Société puisse réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés cotées ;
- ENGIE ENERGIE SERVICES entend poursuivre la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière conduite par la Société ;
- l'Offre ne devrait pas avoir en soi d'incidence sur la politique engagée par la Société en matière d'emploi et de politique salariale ;
- l'Offre Publique de Retrait représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui pourront apporter l'intégralité de leurs titres CPCU à l'Offre ;

- l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire ;

- les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

« Le présent rapport d'expertise s'inscrit dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Opération ») initiée par Engie Energie Services de concert avec la Ville de Paris sur les titres CPCU. Réalisé à la demande du conseil d'administration de CPCU sur le fondement de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport d'expertise a pour objet de délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de CPCU, du prix de 187,0 € par action (« le Prix d'Indemnisation ») proposé par Engie Energie Services dans le cadre de l'Offre.

Dans le contexte spécifique du retrait obligatoire, nous avons indiqué au terme de la section 2 du présent rapport que le Prix d'Indemnisation pourra être considéré comme équitable s'il est au moins égal à la Valeur Intrinsèque des actions de la Société telle qu'estimée par le biais d'une approche multicritères d'évaluation en intégrant pleinement les effets attendus de l'Opération.

L'estimation de cette Valeur Intrinsèque a reposé exclusivement sur le résultat des travaux réalisés à l'aide de la méthode DCF, soit une valeur de 187,0 € par action. Dans le cas d'espèce, nous avons en effet considéré que la référence d'évaluation fournie les cours de bourse de la période récente n'était pas pertinente et que les deux méthodes d'évaluation analogiques (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ne pouvaient être mises en œuvre dans des conditions satisfaisantes.

Le Prix d'Indemnisation proposé, soit 187,0 € par action, correspond précisément à l'estimation de la Valeur Intrinsèque des titres CPCU issue de nos travaux d'évaluation, ce qui signifie que la condition d'équité posée ci-dessus est respectée. Dès lors, nous estimons que le Prix d'Indemnisation de 187,0 € proposé par Engie Energie Services dans le cadre de son offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de CPCU. » ;

- l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritères en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a donc conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre.

Sur cette base, l'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration :

« Le conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre tels que décrits dans le projet de note d'information conjointe, (ii) des motifs et intentions d'ENGIE ENERGIE SERVICES, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE et dans le rapport de l'Expert Indépendant et (iv) des observations de l'Expert Indépendant :

- *prend acte du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre proposant un prix de 187 euros par action de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ;*
- *confirme que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés et qu'il constitue une opportunité de cession satisfaisante pour ses actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate ou à terme ;*
- *approuve le projet d'Offre devant être initiée par ENGIE ENERGIE SERVICES, agissant de concert avec LA VILLE DE PARIS, et de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe ;*
- *émet, en conséquence, un avis favorable à l'Offre et recommande, à l'unanimité de ses membres, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions CPCU à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à ENGIE ENERGIE SERVICES dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation identique, soit 187 euros par action CPCU, nette de tous frais ;*
- *prend acte que les membres du conseil d'administration de la Société qui ne détiennent pas d'autres actions de la Société que celles strictement nécessaires à l'exercice de leurs fonctions n'apporteront pas leurs actions à l'Offre Publique de Retrait ;*

- *délègue à Camille BONENFANT-JEANNENEY, Directeur Général, tous pouvoirs à l'effet de :*
 - *procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information conjointe et les informations complémentaires de la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
 - *finaliser le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de CPCU » ;*
 - *signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre ; et*
 - *plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire, notamment rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci.*

En conséquence, l'avis motivé tel qu'il figure ci-avant est adopté à l'unanimité »

VI.2 Avis motivé du conseil d'administration du 14 mai 2018

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de CPCU s'est réuni le 14 mai 2018, sous la présidence de Monsieur Frédéric Martin, afin d'examiner le projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire au prix modifié de 201 euros par action CPCU et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les administrateurs étaient présents ou représentés.

Le Président rappelle que le conseil d'administration s'est réuni le 22 mars 2018 afin d'examiner le projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire déposé le 23 mars 2018 auprès de l'AMF par la société ENGIE ENERGIE SERVICES, agissant de concert avec la Ville de Paris au prix de 187 euros par action CPCU en application du Titre III du Livre II du Règlement général de l'AMF et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1, et visant la totalité des actions CPCU non détenues par les Concertistes.

Le conseil d'administration a décidé dans sa séance du 22 mars 2018, à l'unanimité de ses membres, d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à ses actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le 3 mai 2018, la société ENGIE ENERGIE SERVICES a décidé de rehausser le prix de l'Offre et de proposer un prix de 201 euros par action CPCU.

En application de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil d'administration de CPCU de confirmer son avis motivé sur le projet d'Offre.

Lors de cette réunion, les membres du conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- la nouvelle version du projet de note d'information conjointe établie par les sociétés ENGIE ENERGIE SERVICES et CPCU devant être déposée auprès de l'AMF et présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre et la présentation des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, établissement présentateur, amendée afin de tenir compte du rehaussement du prix de l'Offre de 187 euros à 201 euros par action CPCU ;
- l'addendum du rapport d'expertise indépendante du cabinet ACCURACY suite au relèvement du prix d'Offre.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration :

« Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration connaissance prise de ces documents, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- *confirme à nouveau que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés et qu'il constitue une opportunité de cession satisfaisante pour ses actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate ou à terme,*

- *prend acte de l'opinion de l'Expert Indépendant concluant dans son addendum au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre proposant un prix de 201 euros par action CPCU, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ;*
- *approuve à nouveau le projet d'Offre initié par ENGIE ENERGIE SERVICES, agissant de concert avec la Ville de Paris, et de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe,*
- *émet, en conséquence, à nouveau un avis favorable à l'Offre et recommande, à l'unanimité de ses membres, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions CPCU à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à ENGIE ENERGIE SERVICES dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation identique, soit 201 euros par action CPCU, nette de tous frais,*
- *prend acte à nouveau que les membres du conseil d'administration de la Société qui ne détiennent pas d'autres actions de la Société que celles strictement nécessaires à l'exercice de leurs fonctions n'apporteront pas leurs actions à l'Offre Publique de Retrait ;*
- *en tant que de besoin, réitère sa délégation de pouvoirs à Camille BONENFANT-JEANNENEY, Directeur Général, à l'effet de :*
 - *procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information conjointe et les informations complémentaires de la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF,*
 - *finaliser le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de CPCU »,*
 - *signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre,*
 - *et plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire, notamment rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci. »*

VII. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À L'INITIATEUR ET A LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société feront l'objet de deux documents spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

VIII. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

VIII.1 Pour l'Initiateur

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

ENGIE ENERGIE SERVICES
Représentée par M. Franck BRUEL
en qualité de Directeur Général

VIII.2 Pour la Société

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

COMPAGNIE PARISIENNE DE CHAUFFAGE URBAIN
Représentée par Madame Camille BONENFANT-JEANNENEY
en qualité de Directrice Générale

VIII.3 Pour l'établissement présentateur de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE