RCS : NANTERRE
Code greffe : 9201

Actes des sociétés, ordonnances rendues en matière de société, actes des personnes physiques

REGISTRE DU COMMERCE ET DES SOCIETES

Le greffier du tribunal de commerce de NANTERRE atteste l'exactitude des informations transmises ci-après

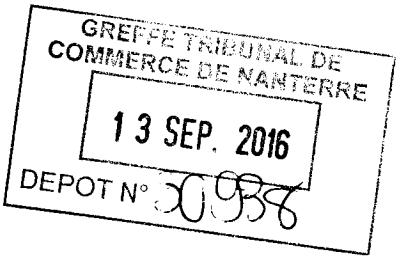
Nature du document : Actes des sociétés (A)

Numéro de gestion : 2010 B 07745
Numéro SIREN : 433 466 570
Nom ou dénomination : SUEZ

Ce dépôt a été enregistré le 13/09/2016 sous le numéro de dépôt 30938

10B7745

Ledouble



SUEZ

16 PLACE DE L'IRIS - 92040 PARIS LA DÉFENSE

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA VALEUR DE L'APPORT DES TITRES ACEA

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes – Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

Greffe du Tribunal de Commerce de Nanterre : dépôt N°30938 en date du 13/09/2016

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 22 juillet 2016, concernant l'apport d'actions de la société Acea, consenti par les sociétés Gamma SRL, Fincal SPA, Viapar SRL, SO.FI.COS SRL et Viafin SRL à la société Suez, nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu à l'article L.225-147 du Code de Commerce.

S'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, nous nous prononcerons également sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Notre appréciation sur la rémunération de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur de l'apport a été arrêtée dans le traité d'apport d'actions, signé par les parties le 9 septembre 2016. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

À cet effet, nous avons effectué les diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur de l'apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport augmentée de la prime d'apport.

Notre mission sur l'appréciation de la valeur de l'apport prenant fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport,
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'apport,
3. Synthèse,
4. Conclusion.

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1. PRÉSENTATION DES SOCIÉTÉS CONCERNÉES PAR L'OPÉRATION

1.1.1. Société bénéficiaire de l'apport

La société bénéficiaire de l'apport, Suez est une société anonyme dont le siège social est situé Tour CB21, 16, place de l'Iris, 92040 Paris La Défense. Elle est immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 433 466 570. Son capital social qui s'établit à 2 177 604 984 € est composé de 544 401 246 actions ordinaires d'une valeur nominale de 4 €.

Suez, société tête du groupe Suez, est cotée sur le Compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris[1].

L'Assemblée générale mixte du 12 mai 2015 de Suez a, aux termes de sa 22ème résolution, donné une délégation au Conseil d'administration en vue de procéder à l'augmentation de son capital en rémunération d'apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite de 10 % de son capital social au moment de l'émission.

À ce jour, Suez détient déjà indirectement 12,48% du capital et des droits de vote de la société Acea au travers de sa filiale Suez Italia.

1.1.2. Sociétés Apporteuses

Les entités apporteuses sont :

- Gamma SRL, ci-après Gamma, est une société de droit italien dont le siège social est sis Via Barberini 28, 00187 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 08281301005.

- Fincal SPA, ci-après Fincal, est une société de droit italien dont le siège social est sis Via Barberini 28, 00187 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 09220111000.

- Viapar SRL, ci-après Viapar, est une société de droit italien dont le siège social est sis Via Montello 10, 00195 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 10575701007.

- SO.FI.COS SRL, ci-après SO.FI.COS, est une société de droit italien dont le siège social est sis Via Montello 10, 00195 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 03951801004.

[1] ISIN FR0010613471.

- Viafin SRL, ci-après Viafin, est une société de droit italien dont le siège social est sis Via Montello 10, 00195 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 05397631002.

Les sociétés apporteuses, qui font partie du groupe Caltagirone, sont indirectement contrôlées par Monsieur Francesco Gaetano Caltagirone. Ensemble, elles détiennent une participation représentant 15,86% du capital de la société Acea.

1.1.3. Société dont les titres sont apportés

Acea est une société de droit italien, dont le siège social est sis Piazzale Ostiense 2, 00154 Rome, Italie. Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Rome, sous le numéro 882486.

Acea est cotée à la bourse de Milan. Son capital qui s'établit à 1 098 898 884 € est composé de 212 964 900 actions.

Au 30 juin 2016, le capital d'Acea est détenu à hauteur de 51% par la ville de Rome, 15,86% par le groupe Caltagirone[2] et 12,48% par Suez[3].

Les 23 106 700 actions[4] Acea objet du présent apport sont détenues par les sociétés apporteuses selon la répartition suivante :

- Gamma détient 2 200 000 actions ;
- Fincal détient 10 300 000 actions ;
- Viapar détient 4 120 000 actions ;
- SO.FI.COS détient 4 486 700 actions ;
- Viafin détient 2 000 000 actions.

Acea intervient dans les domaines de gestion de l'eau et des déchets ainsi que dans la distribution et la production d'électricité en Italie.

1.2. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Cette opération d'apport s'inscrit dans la volonté de Suez de renforcer sa participation dans Acea afin de poursuivre le développement en Italie de ses activités liées aux métiers de l'eau et de l'environnement.

[2] Directement et/ou indirectement.

[3] Indirectement au travers de Suez Italia.

[4] Soit 10,85% du capital d'Acea. Le groupe Caltagirone conserve environ 5% du capital d'Acea.

En ce sens, aux termes d'un contrat en date du 29 juillet 2016, appelé « *Master Agreement* », conclu entre Suez, Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin, il a été convenu que les sociétés Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin apporteraient à Suez les titres représentant 10,85% du capital d'Acea, en contrepartie de l'émission d'actions nouvellement émises par Suez.

1.3. MODALITÉS DE L'OPÉRATION

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport d'actions en date du 9 septembre 2016, peuvent se résumer comme suit.

1.3.1. Date de réalisation de l'apport

La propriété des titres sera transmise à la société bénéficiaire à la date de la réalisation, qui correspond à dix jours calendaires après la date de remise des rapports du commissaire aux apports[5].

Sur le plan comptable et fiscal, cette dernière prendra également effet à la date de réalisation.

1.3.2. Conditions suspensives

L'apport est soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- l'établissement et la remise par le commissaire aux apports de rapports contenant tous les éléments requis par les textes légaux et règlementaires applicables, en ce compris les instructions et les recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers, (i) sur la valeur de l'apport et (ii) sur la rémunération de l'apport ;

- l'absence de délivrance d'une notification d'évènement exceptionnel, défini à l'article 3 du traité d'apport d'actions.

1.3.3. Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est exposé à l'article 2.5 du traité d'apport d'actions.

- Régime fiscal français :

L'apport sera placé sous le régime fiscal de droit commun des apports en nature en ce qui concerne les droits d'enregistrement[6].

[5] ou à toute autre date et/ou lieu convenu par accord préalable des parties.

[6] Articles 726 et 808 A et suivants du Code général des impôts.

- Régime fiscal italien :

Toute somme qui pourrait être due en application de la loi italienne[7] régissant la taxe sur les transactions financières sera supportée par Suez.

1.3.4. Rémunération de l'apport

Pour fixer les conditions de la rémunération de l'apport, les parties ont retenu les valeurs réelles des titres Acea et de Suez.

En application du rapport d'échange déterminé selon les modalités précisées en annexe 2.2 du traité d'apport d'actions, il sera remis 1 action Suez en échange de 1,155335 action Acea.

L'apport est consenti moyennant l'attribution aux sociétés apporteuses d'un total de 20 000 000 actions nouvelles Suez de 4 € de valeur nominale chacune, entièrement libérées, à créer par la bénéficiaire dans le cadre d'une augmentation de capital d'un montant de 80 000 000 € répartie comme suit entre les sociétés apporteuses :

Apporteurs	Nombre d'actions Acea apportées	Nombre d'actions Suez remises en rémunération
Gamma S.r.l.	2 200 000	1 904 210
Fincal S.p.A.	10 300 000	8 915 163
Viapar S.r.l.	4 120 000	3 566 065
SO.FI.COS. S.r.l.	4 486 700	3 883 462
Viafin S.r.l.	2 000 000	1 731 100
Total	**23 106 700**	**20 000 000**

La différence entre (i) la valeur d'apport, soit 303 390 971 €, et (ii) le montant de l'augmentation de capital de Suez, soit 80 000 000 €, constituera une prime d'apport, d'un montant de 223 390 971 €, qui sera portée au compte prime d'apport dans les livres de Suez.

1.4. DESCRIPTION ET ÉVALUATION DE L'APPORT

1.4.1. Description de l'apport

Les sociétés Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin font apport à la société Suez de 23 106 700 actions Acea représentant 10,85% de son capital selon la répartition entre les sociétés apporteuses décrite ci-avant § 1.1.3.

[7] Article 1, paragraphes 491-500 de la loi n°228 du 24 décembre 2012.

1.4.2. Evaluation de l'apport

S'agissant d'un apport isolé de titres représentant une participation minoritaire, les titres ont été retenus pour leur valeur réelle de 303 390 971 €, soit 13,13 € par action Acea, en considérant les approches de valorisation suivantes :

- la référence aux cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Acea ;

- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponibles effectuée sur la base de notes d'analystes et d'informations publiques disponibles et notamment le business plan communiqué par Acea ;

- l'actualisation des dividendes versés ;

- la méthode des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées exerçant des activités comparables.

La valeur de l'apport se répartit comme suit entre les sociétés apporteuses :

Apporteurs	Nombre d'actions Acea apportées	Valeur d'apport
Gamma S.r.l.	2 200 000	28 886 000 €
Fincal S.p.A.	10 300 000	135 239 000 €
Viapar S.r.l.	4 120 000	54 095 600 €
SO.FI.COS. S.r.l.	4 486 700	58 910 371 €
Viafin S.r.l.	2 000 000	26 260 000 €
Total	**23 106 700**	**303 390 971 €**

2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1. DILIGENCES ACCOMPLIES

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de notre doctrine professionnelle. Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires de Suez sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée et ainsi de vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. En outre, elle ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission, afin d'apprécier la valeur de l'apport.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de l'opération ;
- eu des entretiens avec les responsables chargés de l'opération au sein du groupe Suez et des conseils de Suez tant pour en appréhender le contexte, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- examiné le traité d'apport d'actions et ses annexes ainsi que le protocole d'accord « *Master Agreement* » conclu entre les parties le 29 juillet 2016 ;
- vérifié le respect de la règlementation comptable en vigueur en matière de valorisation de l'apport et notamment du règlement ANC n°2014-03 ;
- vérifié la propriété et la libre disposition des titres apportés ;
- obtenu une attestation de l'intermédiaire financier des sociétés Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin confirmant la pleine propriété et le libre engagement des titres apportés ;
- pris connaissance des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2015 de la société Acea qui ont fait l'objet d'une certification sans réserve par le commissaire aux comptes ;
- pris connaissance des comptes semestriels d'Acea au 30 juin 2016 qui ont fait l'objet d'une certification sans réserve par le commissaire aux comptes ;
- pris connaissance des documents juridiques et financiers publics concernant Acea.

Afin d'apprécier la valeur de l'apport, nous nous sommes appuyés sur l'ensemble des travaux que nous avons réalisés dans le cadre de notre appréciation de la pertinence des valeurs relatives servant à déterminer le rapport d'échange proposé tels que décrits dans notre rapport relatif à la rémunération des apports.

À ce titre, nous avons notamment :

- apprécié les prévisions d'activité et de rentabilité d'Acea (i) consignées dans le plan d'affaires établi par le management d'Acea sur la période de 2016 à 2020 et présenté aux investisseurs avec les résultats annuels[8] d'une part et, (ii) estimées par le consensus d'analystes financiers suivant le titre Acea d'autre part, afin d'analyser et de comparer les hypothèses sous-jacentes ;

- procédé à diverses simulations de prévisions au regard des réalisations historiques dans la mesure où nous n'avons pas eu accès à la direction d'Acea afin d'analyser avec elle les perspectives du groupe ;

- examiné les plans d'affaires en fonction des dernières réalisations notamment celles au 30 juin 2016 ;

- apprécié les méthodes d'évaluation privilégiées par la direction de Suez pour déterminer la valeur de l'apport dans le cas particulier de la présente opération ;

- analysé le cours de bourse d'Acea et les anticipations des analystes ;

[8] 14 mars 2016.

- mis en œuvre une approche de valorisation multicritère et réalisé des tests de sensibilité pour chacune des approches de valorisation en fonction des critères jugés pertinents ;

- s'agissant d'une opération d'apport portant sur une participation minoritaire dans une société cotée, nous n'avons pu disposer que de données publiques. Nous n'avons notamment pas été en mesure d'échanger avec la direction d'Acea sur les perspectives du groupe. Aussi, nous avons retenu plusieurs hypothèses de prévisions pour nos valorisations afin d'analyser la sensibilité de la valeur à divers scenarii d'évolution d'Acea.

2.2. RÉALITÉ DE L'APPORT

Dans le cadre de nos travaux, nous avons examiné l'avis formulé par le commissaire aux comptes d'Acea sur les comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2015 et 30 juin 2016.

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés que les sociétés apporteuses Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin disposaient de la pleine propriété des titres objets du présent apport. Dans ce cadre, les sociétés Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin, ainsi que leurs dépositaires, nous ont confirmé le nombre de titres Acea détenus et l'absence d'engagement attaché à ces titres.

2.3. APPRÉCIATION DE LA MÉTHODE DE VALORISATION DE L'APPORT ET DE SA CONFORMITÉ À LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE

Aux termes du traité d'apport d'actions, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle en tant que valeur d'apport.

S'agissant d'un apport isolé de titres représentatifs d'une minorité du capital d'Acea, le principe consistant à retenir l'apport pour sa valeur réelle est justifié[9] et n'appelle pas de commentaire de notre part.

2.4. APPRÉCIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

Après avoir revu les travaux de valorisation menés par les parties tels que décrits ci-avant §1.4.2., nous avons apprécié le bien fondé des méthodes retenues, puis procédé à des évaluations complémentaires.

2.4.1. Méthodes d'évaluation écartées

L'actif net comptable consolidé du groupe Acea n'est pas représentatif de sa valeur patrimoniale en l'absence de reconnaissance à l'actif des plus-values latentes attachées aux activités créées par le groupe. En conséquence, ce critère a été écarté.

[9] Le règlement ANC 2014-03 relatif au traitement comptable des opérations d'apports ne trouvant pas à s'appliquer dans le cadre d'un apport isolé.

2.4.2. Approches d'évaluation retenues

La valorisation d'Acea, fixée au 30 juin 2016 date d'établissement des derniers comptes consolidés, a été conduite en recourant aux méthodes d'évaluations suivantes.

2.4.2.1. Cours de bourse et cours cible des analystes

Nous avons examiné les évolutions du cours de bourse de l'action Acea au titre des douze derniers mois précédant le 29 juillet 2016, date à laquelle Suez, Gamma, Fincal, Viapar, SO.FI.COS et Viafin ont conclu le protocole d'accord relatif à l'apport des titres Acea (« *Master Agreement* »). Nous avons également procédé à des calculs de moyennes de cours pondérées des volumes échangés sur des périodes plus ou moins longues et actualisé les calculs au 30 août 2016.

Il en ressort les résultats suivants :

Date de référence	30-août-16
Spot	11,8 €
Moyenne pondérée 1 mois	12,3 €
Moyenne pondérée 3 mois	11,6 €
Moyenne pondérée 6 mois	12,2 €
Moyenne pondérée 12 mois	12,5 €
+ haut 12 mois	14,3 €
+ bas 12 mois	9,8 €

Cette analyse fait apparaître une prime comprise entre 4,8 % et 13,2% si nous comparons la valeur d'apport de 13,13 € par action aux moyennes des cours de bourse historiques qu'il convient d'apprécier au regard :

- de l'objectif de cours des analystes fixé à 14,8 € par action[10] ;
- d'un cours maximum observé sur les douze derniers mois de 14,3 € supérieur à la valeur d'apport ;
- de la très faible liquidité du titre Acea avec une rotation sur un an représentant 12,82% du capital et un flottant de 22,21% du capital ;
- de l'observation de primes sur les offres publiques de 2014 et 2015 portant sur des blocs de titres représentant une participation minoritaire[11] ;

[10] Objectifs de cours ressortant des dernières notes des analystes financiers ; l'objectif de cours issu du consensus Bloomberg au 30 août 2016 ressort à 14,8 €.

[11] Les études Ledouble « Analyse des offres publiques réalisées en 2015 sur le marché français » et « Analyse des offres publiques réalisées en 2014 sur le marché français » font apparaître des primes moyennes comprises entre 25,6% et 30,6% entre le prix d'offre et le cours de bourse 3 mois pour des offres portant sur une participation inférieure à 33% hors opérations de retrait obligatoire.

- des éléments suivants :
  - . des perspectives de création de valeur notamment au regard du développement de nouvelles activités ;
  - . des futurs bénéfices liés aux perspectives de coopération industrielle entre Suez et Acea dans les domaines de l'eau et des déchets ;
- de la nouvelle position de Suez en tant que second actionnaire qui disposera, après opération, d'une participation représentant 23,33% du capital d'Acea.

2.4.2.2. *Évaluation intrinsèque par la méthode des flux prévisionnels de trésorerie*

Une méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie dite DCF a été appliquée. Selon cette méthode, la valeur d'une société est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie générés par l'activité, sous déduction de son endettement net à la date d'évaluation.

Afin d'évaluer Acea, nous avons effectué une valorisation par somme des parties des cinq segments d'activité composant le groupe : Eau, Réseau, Environnement, Energie et Corporate.

À cet effet, sans avoir eu de contact avec le management d'Acea, nous avons utilisé les données prévisionnelles suivantes :

- (i) un plan prévisionnel 2016-2020 établi par le management d'Acea comprenant les cinq segments d'activité tel qu'il a été communiqué au marché en mars 2016 ; nous l'avons complété suite à une analyse des réalisations des dernières années ;
- (ii) un plan prévisionnel 2016-2019 établi par la direction de Suez, construit sur la base du plan prévisionnel communiqué au marché par Acea, comprenant les cinq segments d'activité ;
- (iii) des estimations issues du consensus des analystes financiers suivant le titre Acea.

(i) Activité Eau

Le groupe Acea assure la gestion et la distribution de l'eau, dans le cadre de concessions, des villes de Rome et Frosinone et des provinces du Latium, de Toscane, de l'Ombrie et de Campanie.

Pour actualiser les flux de trésorerie attendus sur l'exploitation de ce segment, le taux d'actualisation[12] a été déterminé en fonction :

- du taux sans risque par référence aux obligations d'état italien à 10 ans ;

[12] 5,8%.

- majoré de (i) la prime de risque du marché italien affectée du béta observé sur un échantillon de sociétés européennes comparables cotées intervenant dans le secteur de l'eau et (ii) d'une prime de risque spécifique liée au caractère peu liquide du titre Acea[13].

Au-delà de la période de prévision, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif en 2020 en limitant la croissance à l'infini au niveau de l'inflation anticipé à cette échéance, actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Des analyses de sensibilité au taux d'actualisation et à la croissance ont été menées.

(ii) Activité Réseau et Energie

Le groupe Acea assure la gestion et la distribution de l'électricité et du gaz naturel ainsi que l'exploitation de centrales hydroélectriques et thermoélectriques.

Le taux utilisé a été calculé de façon identique à celui des segments « Réseau » et « Energie » en se référant à une prime de risque du secteur électricité au niveau européen[14] ajusté d'une prime de risque spécifique liée au caractère peu liquide du titre Acea[12].

Dans le cadre de la détermination de la valeur terminale, la croissance à l'infini a été limitée à l'inflation. Sur ces deux paramètres, nous avons effectué des analyses de sensibilité.

(iii) Activité Environnement

Acea intervient dans la valorisation énergétique des déchets en Italie.

Le taux utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie du segment « Environnement » a été calculé à partir des données de marché en matière de taux d'intérêt, de prime de risque liée (i) au secteur des déchets au niveau européen[15] et (ii) au caractère peu liquide du titre Acea[12].

Le taux de croissance à l'infini appliqué pour déterminer la valeur résiduelle en fin de période de prévisions intègre les évolutions attendues liées à l'expansion de nouvelles usines de traitements des déchets et de compostage.

Nos travaux ont été complétés d'analyses de sensibilité notamment au taux d'actualisation et au taux de croissance attendue.

[13] 1%.
[14] 8,2%.
[15] 7,2%.

(iv) Activité Corporate

Le taux utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie du segment « *Corporate* » a été calculé à partir des données de marché en matière de taux d'intérêt, de prime de risque liée (i) au secteur « Utilities » au niveau européen et plus particulièrement italien[16] et (ii) au caractère peu liquide du titre Acea[12].

(v) Synthèse et analyse des sensibilités

Les valorisations telles que décrites aux § i à iv ont été agrégées afin de déterminer la valeur d'entreprise globale d'Acea.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nos travaux ont été complétés d'analyses de sensibilité notamment au taux d'actualisation et à la croissance attendue. Nous avons également apprécié la valeur d'Acea à partir d'une approche menée sur des données consolidées en reprenant les trois hypothèses de prévisions décrites ci-avant § 2.4.2.2.

L'ensemble des résultats issus des différentes hypothèses retenues dans l'approche d'évaluation DCF fait apparaître une fourchette de valeurs qui encadre la valeur de l'apport.

2.4.2.3. *Évaluation intrinsèque par la méthode des dividendes actualisés*

S'agissant de l'apport d'une participation minoritaire, nous avons mis en œuvre la méthode de l'actualisation des dividendes versés. Sur la base de la politique prévisionnelle de distribution de dividendes présentée au marché par Acea, nous avons procédé à des analyses de sensibilité complémentaires qui viennent conforter la valeur d'apport.

2.4.2.4. *Évaluation analogique par la méthode des comparables boursiers*

Nous avons mis en œuvre une approche analogique par segment d'activité. La valeur d'entreprise de chacune des activités a été calculée en appliquant à l'EBIT, cet agrégat ayant été considéré comme le plus pertinent[17], les multiples relatifs aux sociétés cotées composant cet échantillon.

(i) Activité Eau

Notre échantillon se compose de sociétés cotées opérant dans le secteur de l'eau au niveau européen. Les multiples médians d'EBIT qui ressortent de l'échantillon se situent, après application d'une décote[18] entre 15,9 x et 16,6 x.

---

[16] 6%.

[17] Cet agrégat a été privilégié afin de neutraliser les effets de divergences dans le traitement comptable des concessions par les différentes entités de l'échantillon.

[18] Une décote de 20% a été appliquée afin de prendre en considération la différence de taille entre Acea et les sociétés de l'échantillon retenu.

(ii) Activité Réseau et Energie

L'échantillon se compose de sociétés européennes cotées intervenant dans la distribution et la gestion de l'électricité. Les multiples médians d'EBIT après application d'une décote[17] qui ressortent de l'échantillon se situent entre 10,7 x et 12,7 x.

(iii) Activité Environnement

Un échantillon de sociétés européennes cotées dans le secteur des déchets a été déterminé. Les multiples médians d'EBIT qui ressortent de l'échantillon se situent après application d'une décote[17] entre 10,0 x et 11,6 x.

(iv) Activité Corporate

L'échantillon se compose de sociétés opérant à la fois dans les activités liées à l'électricité, les déchets et l'eau au niveau européen et principalement en Italie.

(v) Synthèse et analyse des sensibilités

Les valorisations telles que décrites aux § i à iv ont été agrégées afin de déterminer la valeur d'entreprise globale d'Acea.

L'évaluation analogique d'Acea a également été menée sur des données consolidées. À cet effet, nous avons retenu un échantillon de sociétés cotées du secteur « Utilities » européen et plus particulièrement italien.

Les fourchettes de valeurs[19] résultant des approches par activité mais également consolidées encadrent la valeur d'apport retenue.

2.4.2.5. Évaluation analogique par la méthode des transactions comparables

Nous avons identifié un échantillon de transactions observées dans le secteur de l'énergie, de l'eau et des déchets en Italie.

Les multiples de rentabilité observés sur un échantillon de transactions intervenues dans les secteurs de la société mettent en évidence une fourchette de valorisation en ligne avec celle observée ci-avant § 2.4.2.4.

[19] Valeurs minimales et maximales.

3. SYNTHESE

À l'issue de nos travaux, la valeur de l'apport considéré dans son ensemble appelle de notre part les observations suivantes :

- sans contact avec le management d'Acea, nous avons utilisé plusieurs sources de données prévisionnelles ;

- la prime observée par rapport aux moyennes de cours de bourse d'Acea comprise entre 4,8% et 13,2% est à apprécier au regard de la faible liquidité du titre, de la nouvelle position de Suez en tant que second actionnaire, des perspectives de croissance liées au marché italien et des développements potentiels pour le groupe Suez après cette opération. Ce niveau de primes est conforté par celui observé lors d'offres portant sur l'acquisition d'un bloc minoritaire.

- l'ensemble des autres approches d'évaluation mises en œuvre encadrent la valeur de l'apport.

À l'issue de nos travaux, la valeur de l'apport considéré dans son ensemble n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

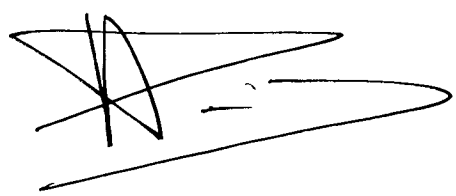
4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport de 23 106 700 titres Acea s'élevant à 303 390 971 € n'est pas surévaluée et qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 12 septembre 2016.

Le commissaire aux apports,

LEDOUBLE SAS



Agnès PINIOT