

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE

NHOA

EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE NHOA

INITIEE PAR

TAIWAN CEMENT EUROPE HOLDINGS B.V., FILIALE DE



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), le 21 octobre 2024, conformément aux dispositions de l'article 231-19 et 231-26 de son règlement général (« **RGAMF** »).

La présente offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1, I, 1°, 4° et II du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de NHOA S.A. (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais au siège social de NHOA S.A. (93 boulevard Haussmann, 75008 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de NHOA S.A. feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	1
1.1. Présentation de l'Offre.....	1
1.2. Contexte et motifs de l'Offre	2
1.3. Termes de l'Offre	5
1.4. Procédure d'apport des Actions à l'Offre	10
1.5. Centralisation des ordres d'apport à l'Offre	11
1.6. Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre	11
1.7. Autorisations réglementaires.....	11
1.8. Calendrier indicatif de l'Offre	12
1.9. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	13
2.AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	15
3.INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	23
4.INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	23
5.ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	24
5.1. Situation des détenteurs d'Actions Gratuites	24
5.2. Accord relatif à l'Offre	25
5.3. Engagements d'apport.....	25
6.ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	26
6.1. Structure et répartition du capital.....	26
6.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	26
6.3. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	27
6.4. Liste des détenteurs de tout titre NHOA comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	28
6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	28
6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	28
6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	28
6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	29
6.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	31
6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin, en raison d'une offre publique.....	31
6.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la société a mises en œuvre, ou décide de mettre en œuvre.....	31
7.RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RGAMF	32
8.MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	32
9.PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	32

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du RGAMF, Taiwan Cement Europe Holdings B.V., une société à responsabilité limitée (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) de droit néerlandais, dont le siège social est situé Strawinskylaan 3051, 1077 ZX, Amsterdam, Pays-Bas, et immatriculée au Répertoire néerlandais des entreprises sous le numéro 82637970 (« **TCEH** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée de manière irrévocable à offrir aux actionnaires de NHOA S.A., société anonyme à conseil d'administration, au capital de 55.080.483,40 euros, dont le siège social est situé 93 boulevard Haussmann, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 808 631 691 (« **NHOA** » ou la « **Société** ») d'acquérir en numéraire toutes leurs actions de la Société, existantes ou à émettre, qui sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0012650166, mnémonique « **NHOA.PA** » (les « **Actions** »), autres que les Actions détenues ou assimilées aux actions détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à un prix de 1,25 euro par Action (le « **Prix de l'Offre** »), qui pourra être ajusté, le cas échéant, par un complément de prix conditionnel, tel que décrit plus précisément ci-dessous et à la Section 1.3.2 du Projet de Note en Réponse (le « **Complément de Prix Conditionnel** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») dont les termes et conditions sont décrits dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 9 octobre 2024 (le « **Projet de Note d'Information** »), suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») dont l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre après la clôture de l'Offre.

L'Initiateur est une filiale indirecte de TCC Group Holdings Co., Ltd (anciennement dénommée Taiwan Cement Corporation), société soumise au droit de la République de Chine (Taïwan), dont le siège social est situé No. 113, Section 2, Zhongshan North Road, Taipei City 104, Taïwan (« **TCC** » et, ensemble avec ses filiales autres que la Société et ses filiales, le « **Groupe TCC** »).

L'intention de TCC de déposer, indirectement par l'intermédiaire de TCEH, une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions a été annoncée le 13 juin 2024¹. Un premier projet de note d'information a été déposé le 8 juillet 2024 auprès de l'AMF (le « **Premier Projet de Note d'Information** ») sur la base d'un prix d'offre initial de 1,10 euro par Action². Comme annoncé par un communiqué de presse de la Société en date du 19 août 2024, le comité *ad hoc* du conseil d'administration de la Société, au vu des travaux préliminaires de l'expert indépendant et du conseil financier du comité *ad hoc*, a émis des réserves concernant le caractère équitable du prix d'offre initial de 1,10 euro par Action et a donc demandé à TCC de faire part de ses intentions quant à l'Offre. TCC a ensuite annoncé le 21 août 2024 que son conseil d'administration avait approuvé une augmentation du Prix de l'Offre à 1,25 euro par Action. En outre, dans l'hypothèse où ni la Promesse de Vente ni la Promesse d'Achat sur les actions détenues par NHOA Corporate S.r.l. (une filiale de droit italien de NHOA) dans Free2Move eSolutions S.p.A. (« **F2MeS** ») n'est exercée (tels que ces termes sont définis à la Section 1.3.2 du Projet de Note en Réponse), un Complément de Prix Conditionnel égal à 0,65 euro par Action sera versé aux actionnaires de la Société dont les Actions sont apportées à l'Offre (y compris les actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs décrites à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse) ou transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire, le cas échéant, conformément à la Section 1.3.6 du Projet de Note en Réponse.

A la date du Premier Projet de Note d'Information, TCEH détenait 244.557.486 Actions, représentant, à cette date, 88,87 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, TCEH détient 253.749.268 Actions, représentant 92,14 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

¹ Document AMF n° 224C0893, en date du 13 juin 2024.

² Document AMF n° 224C1129, en date du 8 juillet 2024.

Conformément à ce qu'indique l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information, l'Offre vise toutes les Actions qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur :

- qui étaient déjà émises au début de la période d'Offre et qui n'ont pas été acquises par l'Initiateur depuis – soit un nombre maximum de 21.447.492 Actions ; et
- qui ont été émises depuis le début de la période d'Offre, en conséquence de l'acquisition des Actions Gratuites le 28 juillet 2024, autres que les Actions Bloquées (telles que définies à la Section 5.1.1 du présent Projet de Note en Réponse) – soit un nombre de 180.614 Actions Gratuites ;

soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 21.628.106 .

Les Actions Bloquées ne sont pas visées par l'Offre, sous réserve de la levée des périodes de conservation conformément à la loi et à la réglementation applicable. Il sera proposé aux détenteurs d'Actions Bloquées, à savoir Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, de bénéficier d'un mécanisme de liquidité, tel que décrit à la Section 5.1.2 du Projet de Note en Réponse. La situation des détenteurs d'Actions Gratuites dans le cadre de l'Offre est décrite à la Section 5.1. du Projet de Note en Réponse.

Conformément à ce que l'Initiateur indique dans le Projet de Note d'Information, la Société ne détient, à la date dudit Projet de Note d'Information, aucune de ses propres Actions et il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à l'exception des Actions (incluant les Actions Gratuites).

L'Offre, qui sera suivie par un Retrait Obligatoire en application de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF. La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation étant précisé que l'Offre ne sera pas réouverte après la publication du résultat définitif de l'Offre par l'AMF dans la mesure où l'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée.

L'Offre est présentée par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (la « **Banque Présentatrice** ») qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris le Complément de Prix Conditionnel qui sera dû uniquement si les conditions en sont satisfaites.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1. Motifs de l'Offre

La prise de participation par TCC dans la Société remonte à 2021 lorsque TCC a acquis, par l'intermédiaire de sa filiale TCEH, environ 60,48 % du capital social de NHOA (anciennement dénommée Engie EPS S.A.) indirectement auprès de Engie S.A. Une offre publique obligatoire a ensuite été lancée par TCEH, clôturée le 23 septembre 2021, à la suite de laquelle TCC, indirectement par l'intermédiaire de sa filiale TCEH, détenait 65,15 % du capital social de NHOA.

L'Offre est motivée par plusieurs facteurs. Le développement de NHOA nécessite des investissements significatifs dont la décision et la mise en œuvre seront facilitées en tant que société non cotée : un actionnariat privé permettrait en effet à NHOA de mettre en œuvre plus efficacement des stratégies à long terme, sans la pression des attentes de marché et de la sensibilité aux fluctuations du cours de bourse.

En outre, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de NHOA et du faible volume d'échanges sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour NHOA. La radiation des Actions d'Euronext Paris permettrait de simplifier la structure juridique de NHOA et supprimer les coûts et autres contraintes associés à la gestion d'une société cotée en bourse.

Dans ce contexte, TCC a annoncé le 13 juin 2024 son intention de déposer, indirectement par l'intermédiaire de sa filiale TCEH, une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions au prix d'offre initial de 1,10 euro par Action.

Le conseil d'administration de la Société a constitué un comité *ad hoc*, composé d'administrateurs indépendants (à savoir, M. Romualdo Cirillo (président du comité *ad hoc*), Mme Chen Ming Chang, M. Luigi Michi, Mme Cynthia A. Utterback et Mme Veronica Vecchi) ayant pour mission de proposer au conseil d'administration de la Société la nomination d'un expert indépendant, d'assurer le suivi des travaux de l'expert et de préparer un projet d'avis motivé. La constitution de ce comité a été formalisée le 16 juin 2024.

Comme annoncé dans un communiqué de presse de la Société du 17 juin 2024, le 16 juin 2024, le conseil d'administration de la Société, sur proposition de son comité *ad hoc*, a nommé le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du RGAMF, pour préparer un rapport sur les conditions financières (i) de l'Offre et (ii) du Retrait Obligatoire, qui figure dans son intégralité dans le présent Projet de Note en Réponse. La mission de l'expert indépendant a ensuite été élargie à l'article 261-1 I 4° du RGAMF.

Le Premier Projet de Note d'Information a initialement été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 8 juillet 2024³. Les 8 et 9 juillet 2024, TCEH a acquis deux blocs d'Actions hors marché, et a franchi en hausse le seuil de 90 % du capital social et des droits de vote théoriques de NHOA⁴, tel que décrit à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse.

Comme annoncé par un communiqué de presse de la Société en date du 19 août 2024, le comité *ad hoc* du conseil d'administration de la Société, au vu des travaux préliminaires de l'expert indépendant et du conseil financier du comité *ad hoc*, a émis des réserves concernant le caractère équitable du prix d'offre initial de 1,10 euro par Action et a donc demandé à TCC de faire part de ses intentions quant à l'Offre.

Le 21 août 2024, TCC a annoncé que son conseil d'administration avait approuvé une augmentation du Prix de l'Offre à 1,25 euro par Action.

En outre, TCC a décidé, indirectement par l'intermédiaire de TCEH, d'octroyer un Complément de Prix Conditionnel d'un montant de 0,65 euro par Action apportée à l'Offre (y compris les actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs) ou transférée à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire, le cas échéant, uniquement si les conditions en sont satisfaites.

1.2.2. Contexte de l'Offre

(A) Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société à responsabilité limitée (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) de droit néerlandais. L'actionnaire unique de l'Initiateur est Taiwan Cement (Dutch) Holdings B.V., une société à responsabilité limitée (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) de droit néerlandais, dont le siège social est situé Strawinskylaan 3051, 1077 ZX, Amsterdam, Pays-Bas, et immatriculée au Répertoire néerlandais des entreprises sous le numéro 73050423.

Taiwan Cement (Dutch) Holdings B.V. (« **TCDH** ») est détenue à 100 % par TCC et ses filiales⁵.

³ Document AMF n° 224C1129, en date du 8 juillet 2024.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 275.196.760 Actions, représentant autant de droits de vote théoriques de la Société (information en date du 10 juin 2024 publiée par la Société sur son site internet www.nhoagroup.com), calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁵ Il est précisé que TCC détient 82,51 % de TCDH et que les 17,49 % restants sont détenus indirectement au travers d'autres filiales de TCC, à savoir TCC International Holdings Ltd et TCC International Ltd.

TCC n'est pas contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce. Les actions de TCC sont admises aux négociations à la bourse de Taïwan (*Taiwan Stock Exchange*).

(B) Acquisition d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

Conformément à ce que l'Initiateur indique dans le Projet de Note d'Information, au cours des douze derniers mois précédant la date de dépôt du Premier Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a uniquement acquis des Actions dans le cadre de l'Augmentation de Capital de 2023, dans le cadre de l'Acquisition de 2024 et dans le cadre des Acquisitions de Blocs (tels que ces termes sont définis ci-dessous). A la suite de ces opérations, l'Initiateur a indiqué détenir, à la date du Projet de Note d'Information, 253.749.268 Actions, représentant 92,14 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société⁶.

a. Augmentation de Capital de 2023

Le 29 août 2023, la Société a lancé une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, par l'émission de 249.663.040 Actions nouvelles à un prix de souscription unitaire de 1 euro (incluant 0,20 euro de valeur nominale et 0,80 euro de prime d'émission), représentant un montant brut de 249.663.040 euros (prime d'émission comprise) (l'« **Augmentation de Capital de 2023** »). Le prospectus de la Société a été approuvé par l'AMF le 28 août 2023 sous le numéro 23-370.

Le résultat de l'Augmentation de Capital de 2023 a été annoncé le 15 septembre 2023. Dans le cadre de l'Augmentation de Capital de 2023, l'Initiateur a souscrit 162.654.272 Actions nouvelles en numéraire, à titre irréductible, correspondant à l'exercice de ses droits préférentiels de souscription. L'Initiateur a également souscrit en numéraire 62.268.112 Actions nouvelles additionnelles, conformément au mécanisme de l'article L. 225-134, I, 2° du Code de commerce. Par conséquent, plus de 90 % des Actions émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital de 2023 ont été souscrites par l'Initiateur.

A la suite de l'Augmentation de Capital de 2023, l'Initiateur détenait 241.557.486 Actions, représentant 87,78 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

b. Acquisition de 2024

Le 4 avril 2024, l'Initiateur a acquis 3.000.000 Actions sur le marché, auprès de la Caisse des Dépôts, à un prix unitaire de 0,5590 euro par Action (l'« **Acquisition de 2024** »). L'Acquisition de 2024 a été divulguée au marché en vertu du régime applicable aux transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, l'Initiateur étant une personne étroitement liée à M. An-Ping Chang, président du conseil d'administration de la Société⁷.

A la suite de l'Acquisition de 2024, l'Initiateur détenait 244.557.486 Actions, représentant 88,87 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 275.402.417 Actions, représentant autant de droits de vote théoriques de la Société (information en date du 28 juillet 2024 résultant des décisions du directeur général de la Société en date du 28 juillet 2024, déposées au Registre du Commerce et des Sociétés le 22 août 2024), calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils légaux et statutaires du 29 mai 2024, TCC a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi individuellement à la hausse, indirectement par l'intermédiaire de TCDH et de l'Initiateur, les seuils statutaires de 66 %, 69 %, 72 %, 75 %, 78 %, 81 %, 84 % et 87 % du capital social et des droits de vote de la Société, le 15 septembre 2023, à la suite de l'Augmentation de Capital de 2023.

A la suite de ces déclarations à titre de régularisation, conformément à l'article L. 233-14 du Code de commerce, TCEH a vu le nombre de droits de vote qu'il peut exercer plafonné à 183.464.506 droits de vote, c'est-à-dire les 2/3 du nombre théorique de droits de vote à cette date jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

⁷ Document AMF n° 2024DD959595 en date du 9 avril 2024.

c. Acquisitions d'Actions par l'Initiateur depuis le début de la période d'Offre

Par déclaration auprès de l'AMF et de la Société en date du 10 juillet 2024 conformément aux dispositions des articles L. 233-7 and R. 233-1 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré, à la suite de deux acquisitions de blocs de titres respectivement le 8 et le 9 juillet 2024 (les « **Acquisitions de Blocs** »), représentant un total de 9.191.782 Actions, avoir franchi à la hausse les seuils de 90% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

A la suite de ces acquisitions, l'Initiateur détenait 253.749.268 Actions, représentant 92,21% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société avant le terme de la période d'acquisition des Actions Gratuites.

En conséquence de la première des Acquisitions de Blocs, TCC a déclaré auprès de l'AMF et de la Société, le 10 juillet 2024, avoir franchi individuellement à la hausse, indirectement par l'intermédiaire de TCDH et de l'Initiateur, le seuil légal de 90 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société⁸, le 8 juillet 2024⁹.

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'information qu'il offrirait aux actionnaires concernés qui ont cédé leurs Actions dans le cadre des Acquisitions de Blocs un complément de prix de 0,15 euro par Action ainsi transférée (soit la différence entre le Prix de l'Offre modifié et le prix payé aux cédants dans le cadre des Acquisitions de Blocs, qui était égal au prix d'offre initial de 1,10 euro par Action), sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et ouverte aux actionnaires minoritaires de la Société. Lesdits cédants seront également éligibles au Complément de Prix Conditionnel, tel que plus précisément décrit à la Section 1.3.2 du Projet de Note en Réponse.

L'Initiateur n'a acquis aucune Action postérieurement à la réalisation des Acquisitions de Blocs.

1.3. Termes de l'Offre

1.3.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 et de l'article 231-18 du RGAMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Premier Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 8 juillet 2024. Le prix offert dans le Premier Projet de Note d'Information était de 1,10 euro par Action. Le 21 août 2024, TCC a annoncé que son conseil d'administration avait approuvé une augmentation du Prix de l'Offre à 1,25 euro par Action. TCC, indirectement par l'intermédiaire de TCEH, a également décidé d'octroyer un Complément de Prix Conditionnel dans les conditions figurant à la Section 1.3.2 du présent Projet de Note en Réponse. En conséquence, le 9 octobre 2024, le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF.

Conformément à l'article 233-1 du RGAMF, l'Offre sera réalisée suivant la procédure simplifiée.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au Prix de l'Offre (soit 1,25 euro par Action), qui pourra être ajusté, le cas échéant, par le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action (uniquement si les conditions en sont satisfaites), l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant une période de dix (10) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

⁸ Sur la base d'un nombre total de 275.196.760 Actions, représentant autant de droits de vote théoriques de la Société (information en date du 10 juin 2024, publiée par la Société sur son site internet www.nhoagroup.com), calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁹ Document AMF n° 224C1165, en date du 10 juillet 2024.

La Banque Présentatrice garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (y compris le Complément de Prix qui sera dû uniquement si les conditions en sont satisfaites), conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

1.3.2. Complément de Prix Conditionnel

TCC, indirectement par l'intermédiaire de TCEH, a décidé d'octroyer un Complément de Prix Conditionnel dans les conditions suivantes.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait qu'ils ne seront éligibles au Complément de Prix Conditionnel que dans des circonstances limitées. S'agissant du traitement fiscal de ce Complément de Prix Conditionnel, il est renvoyé à la Section 2.14 du Projet de Note d'Information.

(A) Contexte, condition de paiement et montant du Complément de Prix Conditionnel

a. Contexte

A la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, Stellantis Europe S.p.A. (« **Stellantis** ») et NHOA, par l'intermédiaire de sa filiale de droit italien NHOA Corporate S.r.l., détiennent respectivement 50,10 % et 49,90 % du capital social de F2MeS, leur entreprise commune dédiée à la mobilité électrique. Conformément au pacte d'actionnaires et d'investissement (*Investment and Shareholders Agreement*) en date du 15 janvier 2021 (tel qu'amendé le 25 janvier 2024) conclu notamment entre Stellantis et la Société (le « **Pacte d'Actionnaires F2MeS** »), avant l'acquisition du contrôle de la Société par TCC en 2021, (i) Stellantis bénéficie d'une promesse de vente (*call option*) lui permettant d'acquérir les actions détenues par NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS (la « **Promesse de Vente** ») et (ii) NHOA Corporate S.r.l. bénéficie d'une promesse d'achat (*put option*) lui permettant de vendre ces mêmes actions à Stellantis (la « **Promesse d'Achat** »). Conformément au Pacte d'Actionnaires F2MeS :

- Stellantis aura la faculté d'exercer la Promesse de Vente à compter du 1^{er} janvier 2025 et jusqu'au 31 mai 2025 sur la totalité (et pas moins que la totalité) des titres détenus par NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS à un prix d'exercice calculé comme suit :

[({la moyenne entre l'EBITDA 2023 et l'EBITDA 2024 de F2MeS} multiplié par 7) moins la situation financière nette de F2MeS au 31 décembre 2024] multiplié par 49,90 %

- NHOA Corporate S.r.l. aura la faculté d'exercer la Promesse d'Achat à compter du 1^{er} juin 2025 et jusqu'au 30 juin 2025 sur la totalité (et pas moins que la totalité) des titres détenus par NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS à un prix d'exercice calculé comme suit :

[({la moyenne entre l'EBITDA 2023 et l'EBITDA 2024 de F2MeS} multiplié par 5) moins la situation financière nette de F2MeS au 31 décembre 2024] multiplié par 49,90 %

Selon l'Initiateur, la Promesse de Vente étant fortement dans la monnaie, Stellantis aurait tout intérêt à l'exercer, d'un point de vue financier.

Si et dans la mesure où la Promesse de Vente n'est pas exercée par Stellantis au plus tard le 31 mai 2025 (inclus), TCC s'engage à faire en sorte que la Promesse d'Achat soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. en juin 2025 (sans que le conseil d'administration de NHOA n'ait à se prononcer à ce stade sur cette décision à venir). Le Groupe TCC (incluant le groupe NHOA) prend notamment en compte les facteurs suivants afin d'évaluer les avantages liés à l'exercice de la Promesse d'Achat pour le Groupe TCC (incluant le groupe NHOA) :

- Conformément au Pacte d'Actionnaires F2MeS, la fraction du prêt d'actionnaire consenti à F2MeS (soit un montant en principal égal à environ 25 millions d'euros au 30 juin 2024) serait remboursée à NHOA, à la suite de l'exercice de la Promesse d'Achat de NHOA Corporate S.r.l. En outre, NHOA ne serait pas tenue d'octroyer de financement supplémentaire à F2MeS, de sorte que les financements pourraient être accordés en priorité aux autres activités et projets stratégiques du groupe NHOA ;
- L'activité de F2MeS consiste en la vente d'équipements de recharge aux propriétaires de véhicules électriques et revendeurs, ce qui ne constitue pas l'orientation stratégique du groupe NHOA dans son ensemble et ce qui n'a que peu de synergies avec le reste des activités de NHOA. Compte tenu de la nature de l'activité de F2MeS et dans la mesure où F2MeS est exploitée et gérée par Stellantis, sa réussite dépend largement du réseau de vente de Stellantis et des relations y afférentes. Dès lors, il pourrait être judicieux, sur le plan commercial, pour NHOA de céder sa participation dans F2MeS lorsque l'opportunité se présentera ;
- Comme indiqué à la Section 1.2.4 du Projet de Note d'Information, les perspectives du marché des véhicules électriques sont lentes voire négatives. Plusieurs constructeurs automobiles ont revu à la baisse leurs objectifs à court terme, et l'incertitude concernant la politique de soutien aux véhicules électriques augmente, certains pays réduisant les mesures d'incitation et retardant l'abandon progressif des ventes de moteurs à combustion interne. Il est rappelé que le chiffre d'affaires consolidé de F2MeS s'est élevé à 64 millions d'euros pour l'exercice clos le 31 décembre 2023 et à 32 millions d'euros pour le premier semestre clos le 30 juin 2024, tandis que l'objectif est d'atteindre 200 millions d'euros en 2025 et 227,5 millions d'euros en 2026, comme cela est décrit dans les prévisions de NHOA publiées le 5 juillet 2024 ;
- Le Pacte d'Actionnaires F2MeS expirera en 2026 et il n'existe aucune garantie qu'un nouveau pacte d'actionnaires sera conclu, auquel cas les droits d'actionnaire minoritaire négociés antérieurement pourraient ne pas être préservés ; et
- La vente de la participation de NHOA dans F2MeS à une tierce partie serait complexe au vu des droits de Stellantis au titre du Pacte d'Actionnaires F2MeS, des restrictions imposées aux parties aux termes du Pacte d'Actionnaires F2MeS (par exemple, non-concurrence et exclusivité), du fait que la participation indirecte de NHOA est une participation minoritaire, et des difficultés liées à la conclusion par une tierce partie d'un nouveau pacte d'actionnaires avec Stellantis qui soit satisfaisant pour toutes les parties concernées.

b. Condition de paiement et montant du Complément de Prix Conditionnel

Dans le cas où ni la Promesse de Vente ni la Promesse d'Achat ne seraient exercées en 2025 par Stellantis ou NHOA Corporate S.r.l. respectivement, les actionnaires minoritaires de NHOA recevraient un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action apportée à l'Offre (y compris les actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs) ou transférée à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire, le cas échéant. Il est précisé que les actionnaires de la Société qui transféreraient leurs Actions autrement que dans le cadre d'un ordre d'apport à l'Offre ou du retrait obligatoire, notamment par cession d'Actions sur le marché ou hors marché, ne bénéficieraient pas du Complément de Prix Conditionnel (à l'exception (i) des actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs et (ii) de MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu en application du mécanisme de liquidité mentionné dans la Section 5.1.2 du Projet de Note en Réponse).

Si la Promesse de Vente ou la Promesse d'Achat est exercée en 2025, aucun Complément de Prix Conditionnel ne sera dû.

Le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action a été décidé par l'Initiateur à l'issue des observations préliminaires du comité *ad hoc* du conseil d'administration de NHOA sur le Premier Projet de Note d'Information déposé le 8 juillet 2024. Il résulte du différentiel entre la valeur estimée de la participation non-contrôlante de NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS, et celle de la Promesse de Vente dont l'exercice par Stellantis est jugé probable par TCEH, et fera l'objet d'une analyse dans le rapport de l'expert indépendant annexé au Projet de Note en Réponse.

Les actionnaires et les investisseurs potentiels de NHOA sont priés de noter que leur droit au Complément de Prix Conditionnel est soumis à des conditions qui pourraient ne pas se réaliser. En particulier, comme indiqué à la Section 1.3.2(A)(a) du Projet de Note en Réponse, au regard des facteurs qui y sont exposés, TCC s'engage à faire en sorte que la Promesse d'Achat soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. si la Promesse de Vente n'est pas exercée par Stellantis. Dès lors, il est peu probable qu'un Complément de Prix Conditionnel soit finalement dû et versé aux actionnaires de NHOA.

Par conséquent, les actionnaires et les investisseurs potentiels de NHOA doivent agir avec prudence dans leurs opérations sur les titres NHOA.

(B) Paiement du Complément de Prix Conditionnel

Uniquement si les conditions figurant à la Section 1.3.2(A) du Projet de Note en Réponse sont satisfaites, le Complément de Prix Conditionnel sera versé aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre (y compris les actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs), ou aux actionnaires de la Société dont les Actions auront été transférées dans le cadre du retrait obligatoire, le cas échéant, après réception par NHOA Corporate S.r.l. des fonds résultant de l'exercice de la Promesse de Vente ou de la Promesse d'Achat (selon le cas) (le « **Droit au Complément de Prix Conditionnel** »). Chaque Droit au Complément de Prix Conditionnel donnera droit à son détenteur au paiement du Complément de Prix Conditionnel. Chaque Droit au Complément de Prix Conditionnel, qui ne sera pas admis aux négociations et qui ne sera pas cessible sauf dans des cas limités (succession ou donation), sera matérialisé par un titre financier (le « **Titre Financier** ») admis aux opérations d'Euroclear France.

Au vu des résultats de l'Offre, Uptevia (La Défense-Coeur Défense Tour A, 90-110 Esplanade du Général de Gaulle, 92400 Courbevoie, France ; RCS Nanterre n° 439 430 976), désigné en tant qu'agent centralisateur (l'« **Agent Centralisateur** ») créera autant de Titres Financiers que d'Actions apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, transférées dans le cadre du retrait obligatoire), les fera admettre aux opérations d'Euroclear France et les livrera aux intermédiaires financiers concernés. Les Titres Financiers seront inscrits sur les compte-titres de leurs clients au moment du paiement du Prix de l'Offre pour chaque Action apportée (ou, le cas échéant, transférée dans le cadre du retrait obligatoire).

L'exercice (ou non) de la Promesse de Vente ou de la Promesse d'Achat sera annoncé par TCC par voie de communiqué de presse et d'avis financier. Dans les 45 jours calendaires après réception par NHOA Corporate S.r.l. des fonds résultant de l'exercice de la Promesse de Vente ou de la Promesse d'Achat (selon le cas), l'Initiateur informera les bénéficiaires des Titres Financiers (à savoir : (i) les actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre (y compris les actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs) et ceux dont les Actions sont transférées dans le cadre du retrait obligatoire, ou (ii) leurs ayants droit) de ce transfert de fonds par voie d'avis financier.

L'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans cet avis financier, le Complément de Prix Conditionnel aux teneurs de compte des bénéficiaires des Titres Financiers, conformément aux termes qui seront décrits dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera l'intégralité des fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires des Titres Financiers et à celle de leurs ayants droit pendant une période de 10 ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, et, à l'issue de cette période de 10 ans, transfèrera l'intégralité des fonds non affectés à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant une période de 20 ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

Si la Promesse de Vente ou la Promesse d'Achat est exercée, les Droits au Complément de Prix Conditionnel et les Titres Financiers deviendront automatiquement caducs.

1.3.3. Modalités de l'Offre

Un avis de dépôt de l'Offre a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 9 octobre 2024. Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du RGAMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note d'Information a été rendu public sur les sites Internet de TCC (www.tccgroup Holdings.com/en) et de la Société (www.nhoagroup.com) le 9 octobre 2024. Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de TCC (www.tccgroup Holdings.com/en) et de la Société (www.nhoagroup.com).

L'Offre, le Projet de Note d'Information afférent et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information et de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de TCC (www.tccgroup Holdings.com/en) et de la Société (www.nhoagroup.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture ainsi que le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant son calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.3.4. Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où, avant le règlement-livraison de l'Offre, la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) un amortissement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date du règlement-livraison de l'Offre (incluse), le Prix de l'Offre sera réduit en conséquence, sur une base euro par euro, pour tenir compte de cette opération.

Tout ajustement du Prix de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

1.3.5. Nombre et nature des Actions visées par l'Offre

Conformément à ce qu'indique l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information et conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre vise toutes les Actions qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur :

- qui étaient déjà émises au début de la période d'Offre et qui n'ont pas été acquises par l'Initiateur depuis – soit un nombre maximum de 21.447.492 Actions ; et
- qui ont été émises depuis le début de la période d'Offre, en conséquence de l'acquisition des Actions Gratuites le 28 juillet 2024, autres que les Actions Bloquées (telles que définies à la Section 5.1.1 du Projet de Note en Réponse) – soit un nombre de 180.614 Actions Gratuites ;

soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 21.628.106.

La Société ne détient aucune de ses propres Actions et il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception des Actions (incluant les Actions Gratuites).

1.3.6. Intention de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire

Le Projet de Note d'Information indique que, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire des Actions non présentées à l'Offre (autres que les Actions Bloquées) qui seront transférées à TCEH moyennant une indemnisation par Action égale au Prix de l'Offre – soit 1,25 € par Action. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions d'Euronext Paris.

Si les conditions en sont satisfaites, un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action sera versé aux actionnaires dont les Actions seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire.

1.4. Procédure d'apport des Actions à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation et sera centralisée par Euronext Paris.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les Actions au porteur sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier au plus tard à la date de la clôture de l'Offre. Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leur intermédiaire financier afin de se renseigner sur d'éventuelles contraintes, en ce compris des délais, pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre dans les délais impartis.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs Actions à l'Offre, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de la Société apporteront leurs Actions à l'Offre.

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

L'Offre et tous les documents y afférents (y compris le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse) sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

1.5. Centralisation des ordres d'apport à l'Offre

Les intermédiaires financiers et l'établissement teneur du registre nominatif des Actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera le résultat de l'Offre et le communiquera à l'AMF.

1.6. Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre

L'AMF annoncera le résultat définitif de l'Offre. Un avis publié par Euronext Paris indiquera la date et les modalités de règlement-livraison des Actions.

A la date de règlement-livraison de l'Offre, l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les Actions apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement en numéraire aux intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre.

Concomitamment, et pour les besoins du Complément de Prix Conditionnel, l'Agent Centralisateur livrera les Titres Financiers aux intermédiaires financiers agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des Actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.7. Autorisations réglementaires

A la date de dépôt du Premier Projet de Note d'Information, il était attendu que l'ouverture de l'Offre soit, en vertu des dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, subordonnée à l'autorisation préalable du Gouvernement italien au titre du contrôle des investissements étrangers en Italie (« *Golden Power* »).

Le Gouvernement italien, saisi le 26 juin 2024, a rendu une décision d'autorisation le 4 septembre 2024.

1.8. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis annonçant l'ouverture de l'Offre et son calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est présenté ci-après :

Dates	Principales étapes de l'Offre
16 juin 2024	■ Conseil d'administration de NHOA, nomination de l'expert indépendant sur recommandation du comité <i>ad hoc</i>
8 juillet 2024	■ Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Premier Projet de Note d'Information – Début de la période d'Offre ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du Premier Projet de Note d'Information sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) ■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du Premier Projet de Note d'Information
4 septembre 2024	■ Autorisation du Gouvernement italien au titre du contrôle des investissements étrangers en Italie (« Golden Power »)
9 octobre 2024	■ Augmentation du Prix de l'Offre de 1,10 euro par Action à 1,25 euro par Action et dépôt correspondant auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, incluant également le paiement d'un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action, sous réserve que les conditions en soient satisfaites ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) ■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du Projet de Note d'Information
21 octobre 2024	■ Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de NHOA ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de NHOA sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) ■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du projet de note en réponse de NHOA
5 novembre 2024	■ Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information et de la note en réponse de NHOA
6 novembre 2024	■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée par l'AMF et des

	informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ■ Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF, de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de NHOA
7 novembre 2024	■ Ouverture de l'Offre pour une période de dix (10) jours de négociation
20 novembre 2024	■ Clôture de l'Offre
21 novembre 2024	■ Publication des résultats de l'Offre par l'AMF
26 novembre 2024	■ Règlement-livraison de l'Offre
Dans un bref délai à compter de la publication des résultats de l'Offre	■ Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies

1.9. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.13. du Projet de Note d'Information de l'Initiateur indique que :

- l'Offre sera faite exclusivement en France et que le Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France ;
- l'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement, déclaration de conformité ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement, d'une telle déclaration de conformité ou d'un tel visa. Le Projet de Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.
- les porteurs d'Actions situés en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre que si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet, sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires. La participation à l'Offre et la diffusion du Projet de Note d'Information peuvent faire l'objet de restrictions particulières en application des lois en vigueur hors de France.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la Section 2.10. du Projet de Note d'Information s'appliquent au Projet de Note en Réponse.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Concernant notamment les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique ou par l'utilisation de services postaux, ou de tout autre moyen de communications ou instrument (y compris, sans limitation, la transmission par fax, téléphone ou courrier électronique) relatif au commerce entre Etats des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres Etats, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou « *US Persons* » (au sens de et conformément au Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des Etats-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulte d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

L'objet du Projet de Note d'Information et l'objet du Projet de Note en Réponse sont limités à l'Offre et aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l'Offre, au Projet de Note d'Information ou Projet de Note en Réponse ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis d'Amérique autrement que dans les conditions permises par les lois et règlements en vigueur aux Etats-Unis d'Amérique.

Tout porteur d'Actions qui apportera ses Actions à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis d'Amérique de copie du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé, ou autrement transmis, de tels documents aux Etats-Unis d'Amérique, (ii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou une « *US Person* » (au sens de et conformément au Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport à l'Offre depuis les Etats-Unis d'Amérique, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, ou tout autre moyen de télécommunication ou autres instruments relatifs au commerce entre Etats des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres Etats, ou les services d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis d'Amérique lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou a transmis son ordre d'apport à l'Offre, et (v) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis d'Amérique.

Les intermédiaires habilités ne seront pas autorisés à accepter les ordres d'apport d'Actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier). Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulte d'une violation de ces restrictions sera réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis d'Amérique, et n'ont pas été soumis à et n'ont fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa de la part de la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis d'Amérique.

Pour les besoins de la présente Section, on entend par « Etats-Unis d'Amérique » les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces Etats ainsi que le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE¹⁰

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de :

- M. An-Ping Chang (Nelson), Président du Conseil d'Administration ;
- M. Carlalberto Guglielminotti, Directeur Général ;
- M. Giuseppe Artizzu, administrateur ;
- M. Jong-Peir Li, administrateur ;
- Mme Chia-Jou Lai, administrateur ;
- Mme Feng-Ping Liu, administrateur ;
- Mme Chen-Ming Chang, administratrice indépendante ;
- Mme Veronica Vecchi, administratrice indépendante ;
- M. Luigi Michi, administrateur indépendant ;
- M. Romualdo Cirillo, administrateur indépendant ; et
- Mme Cynthia A. Utterback, administratrice indépendante.

Il est rappelé en outre qu'il appartient au conseil d'administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le conseil d'administration après avoir constitué informellement en son sein, lors de sa séance du 12 juin 2024, un comité *ad hoc* conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RGAMF, composé des cinq administrateurs indépendants à savoir : M. Romualdo Cirillo (Président du Comité), Mme Veronica Vecchi, Mme Chen Ming Chang, Mme Cynthia A. Utterback et M. Luigi Michi, et chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration, a formalisé cette désignation lors de sa séance en date du 16 juin 2024. Anticipant cette nomination formelle, le comité *ad hoc* avait commencé ses diligences dès le 12 juin 2024.

Le conseil d'administration a désigné le même jour, sur proposition de ce comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre dans la perspective du Retrait Obligatoire à intervenir si les conditions requises en sont réunies, sur le fondement de l'article 261-1, I, 1° et II du RGAMF. La mission de l'expert indépendant a ensuite été élargie à l'article 261-1 I 4° du RGAMF.

En application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 18 octobre 2024, afin d'examiner l'Offre envisagée et d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

À l'exception de M. Jong-Peir Li, tous les membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les éléments suivants ont été mis à la disposition des administrateurs :

- le premier projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 8 juillet 2024, sur la base d'un prix d'offre initial de 1,10 euro par action ;

¹⁰ A compléter, en temps utile, des informations mentionnées aux articles 231-19, 4° du RG AMF et 3, 5° de l'Instruction AMF 2006-07.

- le communiqué de presse de la Société du 19 août 2024 qui, entre autres, a annoncé que le Comité Ad Hoc a émis certaines réserves concernant le caractère équitable du prix d'offre initial de 1,10 euro par action et a demandé à l'Initiateur de faire part de ses intentions quant à l'Offre ;
- le communiqué de presse de l'Initiateur du 21 août 2024 qui, entre autres, a annoncé que le conseil d'administration de l'Initiateur a approuvé une augmentation du prix de l'offre à 1,25 euro par action (le « **Prix de l'Offre** ») ;
- le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 9 octobre 2024, comprenant notamment le contexte et les raisons de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre et un complément de prix conditionnel (le « **Complément de Prix Conditionnel** ») octroyé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ;
- le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc en application de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Ledouble, agissant en tant qu'Expert Indépendant ;
- l'avis remis au Comité Ad Hoc par Rothschild & Cie. (« **Rothschild & Co** ») ;
- le Projet de Note en Réponse de la Société, établi en application de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ; et
- le projet de document « Autres informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières, comptables et autres caractéristiques de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de cette réunion tenue le 18 octobre 2024, a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des votants (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les membres du Conseil d'administration de la Société nommés sur proposition de TCC s'étant abstenus de participer à la délibération et au vote, et les autres administrateurs ayant voté conformément à la position recommandée par le Comité Ad Hoc).

L'extrait des délibérations de cette réunion, y compris l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

Présentation du rapport de l'Expert Indépendant

Ledouble, ayant été nommé comme expert indépendant en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, a présenté son projet de rapport final au Comité Ad Hoc lors de sa réunion tenue le 16 octobre 2024.

Ce rapport a été signé et communiqué aux membres du Conseil d'administration et a été présenté au Conseil d'administration par l'Expert Indépendant lors de sa réunion tenue le 18 octobre 2024.

Madame Stéphanie Guillaumin, pour le compte de Ledouble, a présenté les travaux de l'Expert Indépendant relativement à l'évaluation de la Société et l'analyse du caractère équitable du Prix de l'Offre par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Ledouble a présenté la conclusion de son rapport, concluant que :

- Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits au sein du rapport de l'Expert Indépendant, à l'issue de ses travaux d'évaluation des actions de la Société :
 - après analyse du dispositif relatif à l'octroi aux actionnaires minoritaires de la Société du Complément de Prix Conditionnel dans le cas où l'Option d'Achat et l'Option de Vente ne seraient pas exercées, l'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective du retrait obligatoire ;

- l'Expert Indépendant n'a pas identifié dans les accords et opérations connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Présentation par Rothschild & Co

Un représentant de Rothschild & Co a effectué une présentation au Comité Ad Hoc lors de sa réunion tenue le 16 octobre 2024 et au Conseil d'administration de la Société lors de sa réunion tenue le 18 octobre 2024.

Rothschild & Co, après avoir pris connaissance des termes financiers du projet d'Offre et entrepris divers travaux d'analyse financière, a conclu, à la date de remise de son avis, au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre, ledit avis étant fondé sur et soumis aux diverses hypothèses, réserves, et autres limitations y figurant.

Il convient de noter que l'avis de Rothschild & Co ne constitue pas une « attestation d'équité » et que Rothschild & Co ne peut être considéré comme agissant en qualité « expert indépendant », dans les deux cas au sens du Règlement général de l'AMF. Enfin, l'avis de Rothschild & Co ne constitue en aucun cas une recommandation à quiconque sur la question de savoir si il ou elle doit apporter ses titres à l'Offre.

Activités et recommandations du Comité Ad Hoc

Monsieur Romualdo Cirillo, agissant en qualité de Président du Comité Ad Hoc, rend compte de la mission du comité et résume ci-après les activités menées dans le cadre de cette mission :

- *Nomination de l'Expert Indépendant*
 - Ledouble, représenté par Madame Stéphanie Guillaumin et Monsieur Olivier Cretté, a été sélectionné par le Comité Ad Hoc parmi d'autres cabinets de services financiers susceptibles de répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable et a ensuite été désigné par le Conseil d'administration de la Société comme Expert Indépendant, compte tenu de son expérience dans des opérations comparables, récentes et complexes, de sa réputation et en l'absence de tout conflit d'intérêts.
 - Ledouble a confirmé qu'elle ne se trouve pas dans une situation de conflit d'intérêts et qu'elle dispose des moyens et de la disponibilité nécessaires pour agir en tant qu'Expert Indépendant et mener sa mission dans le cadre du calendrier envisagé.
 - La description de la mission de Ledouble auprès de la Société est contenue dans une lettre en date du 17 juin 2024. La lettre d'engagement correspondante du 4 juillet 2024 a été amendée le 8 octobre 2024.
- *Activités du Comité Ad Hoc et discussions avec l'Expert Indépendant*
 - Le Comité Ad Hoc s'est réuni 9 fois, dont 4 fois en présence de l'Expert Indépendant, 5 fois en présence de Rothschild & Co, et 8 fois en présence des conseillers juridiques. En outre, des interactions ont eu lieu entre les membres du Comité Ad Hoc entre les réunions, ainsi que des interactions avec l'Expert Indépendant et Rothschild & Co, directement ou par l'intermédiaire du Président du Comité et/ou des conseillers juridiques. Les sujets examinés au cours de ces réunions incluaient : (i) une présentation de la méthodologie utilisée par l'Expert Indépendant, (ii) son accès aux informations demandées par l'Expert Indépendant, notamment avec l'assistance du management de la Société et (iii) l'avancement progressif de ses travaux présenté par l'Expert Indépendant à chaque réunion.
 - À chaque fois, le Comité Ad Hoc a veillé à ce que le travail de l'Expert Indépendant se déroule dans des conditions satisfaisantes à chaque point d'étape.

- En outre, le Comité Ad Hoc s'est assuré tout au long du processus, que l'Expert Indépendant a reçu toutes les informations disponibles requises à l'accomplissement de sa mission.
 - Après le dépôt du premier projet de note d'information auprès de l'AMF par l'Initiateur le 8 juillet 2024 et à la suite des commentaires préliminaires reçus de l'Expert Indépendant et de Rothschild & Co, le Comité Ad Hoc a émis certaines réserves quant au caractère équitable du prix d'offre initial de 1,10€ par action et a demandé à l'Initiateur de faire part de ses intentions quant à l'Offre ; la Société a publié un communiqué de presse le 19 août 2024 à cet égard et la négociation des actions a été suspendue du 21 août 2024 jusqu'au 10 octobre 2024 dans l'attente d'une clarification des intentions de TCC quant à l'Offre.
 - A la suite du dépôt par TCC le 9 octobre 2024 d'une Offre révisée prévoyant un Prix de l'Offre révisé de 1,25€ par action et un Complément de Prix Conditionnel (de 0,65€ par action), le Comité Ad Hoc a repris ses travaux et a reçu une présentation du projet de rapport finalisé de l'Expert Indépendant ainsi que de l'avis de Rothschild & Co, et a en conséquence préparé un projet d'avis motivé qu'il a recommandé au Conseil d'administration de la Société d'adopter.
 - L'Expert Indépendant a reçu sept courriers électroniques envoyés respectivement les 21 juin 2024, 3 juillet 2024, 11 juillet 2024, 16 juillet 2024, 16 août 2024, 21 août 2024 et 9 octobre 2024 de la part d'un actionnaire minoritaire, auxquels l'Expert Indépendant a répondu dans son rapport. Le Comité Ad Hoc, en présence de l'Expert Indépendant, a revu les réponses de l'Expert Indépendant lors de sa réunion du 16 octobre 2024 et, à cette occasion, a pris acte des réponses de l'Expert Indépendant.
- *Conclusions et recommandations du Comité Ad Hoc – projet d'avis motivé*
 - Le Comité Ad Hoc a pris acte des éléments résultant des intentions et des objectifs déclarés par l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information, incluant notamment :
 - *En matière de retrait obligatoire.* Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire des actions non présentées à l'Offre (autres que les actions bloquées et/ou les actions assimilées à celles détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur) qui seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation par action égale au Prix de l'Offre – soit 1,25 euro par action. Si les conditions figurant à la Section 2.2.1(B) du Projet de Note d'Information sont satisfaites, un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action sera versé aux actionnaires dont les actions seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire. Le retrait obligatoire entraînera la radiation des actions d'Euronext Paris.
 - *En matière de politique industrielle, commerciale et financière.* L'Initiateur a indiqué qu'il a l'intention de continuer à soutenir le développement stratégique de la Société et de ses filiales, en tirant parti de l'expertise de l'Initiateur, son actionnaire indirect.
 - *En matière d'emploi.* L'Initiateur estime que, dans la mesure où la Société fait déjà partie du groupe de l'Initiateur, l'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre ait un impact particulier sur l'approche suivie par la Société en matière d'emploi et de politique sociale, autre que dans le cadre du cours normal des affaires et sous réserve des changements résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

- *En matière de direction de la Société.* L'Initiateur a indiqué qu'il n'anticipe pas, à la date du Projet de Note d'Information, de changement dans la composition du Conseil d'administration de la Société ou dans la composition de l'équipe dirigeante de la Société, en dehors du cours normal des affaires et sous réserve des changements résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris ou d'une réorganisation intragroupe
 - *En matière de fusion et autres réorganisations.* L'Initiateur a indiqué que, en termes de structure, et sous réserve de l'évaluation des aspects fiscaux et autres coûts éventuels, l'existence de plusieurs niveaux de sociétés holding ne semble pas adéquate. Des réorganisations intragroupe visant à simplifier la chaîne de contrôle pourraient par conséquent être envisagées. A la date du Projet de Note d'Information, aucune décision n'a été prise à cet égard.
- Le Comité Ad Hoc a noté que le Prix de l'Offre est de 1,25€ par action, et que, si les conditions figurant à la Section 2.2.1(B) du Projet de Note d'Information sont satisfaites, le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action sera versé aux actionnaires dont les actions seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire.
 - Le Comité Ad Hoc a par ailleurs noté que, dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué que les actionnaires et les investisseurs potentiels de la Société sont priés de noter que leur droit au Complément de Prix Conditionnel est soumis à des conditions qui pourraient ne pas se réaliser. En particulier, comme indiqué à la Section 2.2.1(A) du Projet de Note d'Information, au regard des facteurs qui y sont exposés, l'Initiateur s'engage à faire en sorte que la Promesse d'Achat soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. si la Promesse de Vente n'est pas exercée par Stellantis.
 - Le Comité Ad Hoc a pris acte que l'Initiateur a déclaré, le 10 juillet 2024, avoir franchi les seuils de 90% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société et que ce franchissement de seuils résultait d'une acquisition hors marché d'actions de la Société, conformément à l'article 231-38 du Règlement général de l'AMF, dans le cadre de l'Offre, et a par ailleurs pris acte que, à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 92,14% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société ; les conditions d'un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires étant ainsi satisfaites.
 - Le Comité Ad Hoc a également noté que, dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué que, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société et du faible volume d'échanges sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour la Société et que la radiation des actions d'Euronext Paris permettrait de simplifier la structure juridique de la Société et supprimer les coûts et autres contraintes associés à la gestion d'une société cotée en bourse.
 - Le Comité Ad Hoc a par ailleurs noté que, dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué que l'Offre représente (i) une opportunité pour les actionnaires de monétiser entièrement des investissements dont la liquidité est limitée et (ii) une opportunité pour les actionnaires de monétiser entièrement leurs investissements, en numéraire, dans un contexte où les conditions de marché sont incertaines dans les secteurs des véhicules électriques et du stockage d'énergie.
 - Le Comité Ad Hoc a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Sur le fondement des intentions et des objectifs de l'Initiateur exposés dans le Projet de Note d'Information, le Comité Ad Hoc considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité Ad Hoc a noté ce qui suit :
 - l'Offre présentée par l'Initiateur soutiendra le développement stratégique de la Société et des filiales, en tirant parti de l'expertise de l'Initiateur, son actionnaire indirect ; et
 - la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris simplifiera la structure juridique de la Société et supprimera les coûts et contraintes associés à la gestion d'une société cotée en bourse.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Comité Ad Hoc a noté que :
 - conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire des actions non présentées à l'Offre (autres que les actions bloquées et/ou les actions assimilées à celles détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur) qui seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation par action égale au Prix de l'Offre – soit 1,25 euro par action. Si les conditions figurant à la Section 2.2.1(B) du Projet de Note d'Information sont satisfaites, un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action sera versé aux actionnaires dont les actions seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire ;
 - il est peu probable que le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action soit payé, dans la mesure où la Promesse de Vente devrait être exercée par Stellantis, et que l'Initiateur s'engage à faire en sorte que la Promesse d'Achat soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. si la Promesse de Vente n'est pas exercée par Stellantis (le Conseil d'administration n'exprimant pas d'avis sur ce point). Les actionnaires de la Société sont invités à examiner attentivement les conditions de la Section 2.2.1(A) du Projet de Note d'Information et à faire preuve de prudence lorsqu'ils négocient des titres de la Société ;
- A cet égard, considérant que les termes de l'Offre sont considérés comme équitables par l'Expert Indépendant qui, après avoir examiné les termes de l'Offre (en ce compris le Complément de Prix Conditionnel), ainsi que la réalisation d'une évaluation multicritères, a conclu au caractère équitable des termes de l'Offre (en ce compris le Complément de Prix Conditionnel) pour les actionnaires de la Société, ainsi que par Rothschild & Co, le Comité Ad Hoc a noté que l'Offre pourrait représenter une opportunité d'obtenir une liquidité complète et immédiate, dans un contexte de faible liquidité des actions de la Société en raison de l'étroitesse du flottant.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité Ad Hoc a spécifiquement noté que l'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information que, dans la mesure où la Société fait déjà partie du groupe de l'Initiateur, l'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre ait un impact particulier sur l'approche suivie par la Société en matière d'emploi et de politique sociale, autre que dans le cadre du cours normal des affaires et sous réserve des changements résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.
- En conséquence, lors de la réunion du 16 octobre 2024, le Comité Ad Hoc a décidé de présenter au Conseil d'administration le projet d'avis motivé exposé ci-dessus, et de recommander au Conseil d'administration d'adopter un avis motivé similaire.

Avis motivé du Conseil d'administration de la Société

Après avoir examiné les éléments mis à sa disposition préalablement à la réunion (en ce compris les intentions de l'Initiateur résumées ci-dessus) et entendu une présentation de son rapport par l'Expert Indépendant, une présentation de son avis par Rothschild & Co et une présentation des travaux du Comité Ad Hoc par son Président, et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration a :

- pris acte que l'Expert Indépendant, au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits au sein du rapport de l'Expert Indépendant, à l'issue de ses travaux d'évaluation des actions de la Société :
 - après analyse du dispositif relatif à l'octroi aux actionnaires minoritaires de la Société du Complément de Prix Conditionnel dans le cas où l'Option d'Achat et l'Option de Vente ne seraient pas exercées, a conclu sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective du retrait obligatoire ; et
 - n'a pas identifié dans les accords et opérations connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.
- noté que, dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué que, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société et du faible volume d'échanges sur le marché, la cotation présente une utilité relativement faible pour la Société et que la radiation des actions d'Euronext Paris permettrait de simplifier la structure juridique de la Société et supprimer les coûts et autres contraintes associés à la gestion d'une société cotée en bourse ;
- noté par ailleurs que, dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur a indiqué que l'Offre représente (i) une opportunité pour les actionnaires de monétiser entièrement des investissements dont la liquidité est limitée et (ii) une opportunité pour les actionnaires de monétiser entièrement leurs investissements, en numéraire, dans un contexte où les conditions de marché sont incertaines dans les secteurs des véhicules électriques et du stockage d'énergie ;
- pris acte des éléments résultant des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information, dont notamment ceux résumés ci-dessus ;
- pris acte que l'Initiateur a déclaré, le 10 juillet 2024, avoir franchi les seuils de 90% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société et que ce franchissement de seuils résultait d'une acquisition hors marché d'actions de la Société, conformément à l'article 231-38 du Règlement général de l'AMF, dans le cadre de l'Offre, et a par ailleurs pris acte que, à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 92,14% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société ; les conditions d'un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires étant ainsi satisfaites ; et
- décidé d'approuver, sans modification, le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc en application de l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF.

En conséquence, après avoir examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés, et sur le fondement des intentions et des objectifs de l'Initiateur exposés dans le Projet de Note d'Information, le Conseil d'administration considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses employés, et ainsi recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

- S'agissant de l'intérêt de l'offre pour la Société, le Conseil d'administration de la Société a noté ce qui suit :
 - l'Offre présentée par l'Initiateur soutiendra le développement stratégique de la Société et des filiales, en tirant parti de l'expertise de l'Initiateur, son actionnaire indirect ; et
 - la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris simplifiera la structure juridique de la Société et supprimera les coûts et contraintes associés à la gestion d'une société cotée en bourse.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Conseil d'administration de la Société a noté que :
 - conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, au plus tard dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire des actions non présentées à l'Offre (autres que les actions bloquées et/ou les actions assimilées à celles détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur) qui seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation par action égale au Prix de l'Offre – soit 1,25 euro par action. Si les conditions figurant à la Section 2.2.1(B) du Projet de Note d'Information sont satisfaites, un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action sera versé aux actionnaires dont les actions seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un retrait obligatoire ;
 - il est peu probable que le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par action soit payé, dans la mesure où la Promesse de Vente devrait être exercée par Stellantis, et que l'Initiateur s'engage à faire en sorte que la Promesse d'Achat soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. si la Promesse de Vente n'est pas exercée par Stellantis (le Conseil d'administration n'exprimant pas d'avis sur ce point). Les actionnaires de la Société sont invités à examiner attentivement les conditions de la Section 2.2.1(A) du Projet de Note d'Information et à faire preuve de prudence lorsqu'ils négocient des titres de la Société ;
- A cet égard, considérant que les termes de l'Offre sont considérés comme équitables par l'Expert Indépendant qui, après avoir examiné les termes de l'Offre (en ce compris le Complément de Prix Conditionnel), ainsi que la réalisation d'une évaluation multicritères, a conclu au caractère équitable des termes de l'Offre (en ce compris le Complément de Prix Conditionnel) pour les actionnaires de la Société, ainsi que par Rothschild & Co, le Conseil d'administration de la Société a noté que l'Offre pourrait représenter une opportunité d'obtenir une liquidité complète et immédiate, dans un contexte de faible liquidité des actions de la Société en raison de l'étroitesse du flottant.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil d'administration de la Société a spécifiquement noté que l'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information que, dans la mesure où la Société faisait déjà partie du groupe de l'Initiateur, l'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre ait un impact particulier sur l'approche suivie par la Société en matière d'emploi et de politique sociale, autre que dans le cadre du cours normal des affaires et sous réserve des changements résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

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

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la Section 2 du présent Projet de Note en Réponse ont fait part de leurs intentions (sous réserve des contraintes liées aux restrictions concernant l'Offre à l'étranger) comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
M. An-Ping Chang	Président du conseil d'administration	N/A	N/A
M. Carlalberto Guglielminotti	Directeur Général	15.990	See Section 5.1
M. Giuseppe Artizzu	Administrateur	9.053	See Section 5.1
M. Jong-Peir Li	Administrateur	84.733	Apport à l'Offre
Mme Chia-Jou Lai	Administrateur	N/A	N/A
Mme Feng-Ping Liu	Administrateur	N/A	N/A
Mme Chen-Ming Chang	Administrateur indépendant	N/A	N/A
M. Romualdo Cirillo	Administrateur indépendant	N/A	N/A
M. Luigi Michi	Administrateur indépendant	N/A	N/A
Mme Veronica Vecchi	Administrateur indépendant	N/A	N/A
Mme Cynthia A. Utterback	Administrateur indépendant	N/A	N/A

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune de ses propres Actions à la date du Projet de Note en Réponse.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception des accords décrits ci-après, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord qui serait de nature à avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

5.1. Situation des détenteurs d'Actions Gratuites

5.1.1. Plan d'Actions Gratuites 2022

Un plan d'actions gratuites a été mis en œuvre par la Société en 2022 (le « **Plan d'Actions Gratuites 2022** »). Un nombre total de 542.200 actions gratuites ont été attribuées à 83 salariés et dirigeants de la Société et de ses filiales, le 28 juillet 2022 (les « **Actions Gratuites** »).

Plan d'Actions Gratuites 2022	
Date de l'assemblée générale des actionnaires de la Société	23 juin 2022
Date du conseil d'administration de la Société	28 juillet 2022
Nombre d'Actions Gratuites attribuées	542.200
Nombre d'Actions Gratuites annulées ou caduques	16.000
Nombre d'Actions Gratuites non acquises du fait du taux d'atteinte des conditions de performance	320.543
Fin de la période d'acquisition	28 juillet 2024
Fin de la période de conservation ¹¹	28 juillet 2025
Nombre d'Actions Gratuites définitivement acquises le 28 juillet 2024	205.657
Nombre d'Actions Bloquées faisant l'objet d'une période de conservation lors de leur acquisition	25.043
Dont Actions Gratuites Conservées ¹²	6.262

A la fin de la période d'acquisition le 28 juillet 2024, le conseil d'administration s'est réuni pour constater l'acquisition des Actions Gratuites en fonction du taux de satisfaction des conditions de performance applicables. A la suite de la revue du taux d'atteinte des conditions de performance par le comité des rémunérations, validé par le conseil d'administration du 25 juin 2024, le conseil d'administration a constaté que les conditions de performance étaient satisfaites à une hauteur moyenne de 38 %. En conséquence, 205.657 Actions Gratuites ont été définitivement acquises à cette date par leurs bénéficiaires.

A la date du Projet de Note en Réponse, un nombre de 25.043 Actions Gratuites attribuées à Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu sont, depuis leur acquisition, soumises à une période de conservation expirant le 28 juillet 2025 (les « **Actions Bloquées** »). Ces Actions Bloquées ne sont pas visées par l'Offre, sous réserve de la levée des périodes de conservation conformément à la loi et à la réglementation applicable. En outre, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu doivent conserver 25 % de leurs Actions Bloquées jusqu'à la cessation de leurs fonctions respectives (les « **Actions Gratuites Conservées** »). Toutefois, il sera proposé aux détenteurs d'Actions Bloquées (en ce compris les Actions Gratuites Conservées), à savoir Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, de conclure un Contrat de Liquidité tel que décrit à la Section

¹¹ La période de conservation d'un an est applicable aux Actions Gratuites attribuées à Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu – soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse 15.990 et 9.053 Actions Gratuites respectivement.

¹² Proportion d'Actions Gratuites devant être conservées par Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu à leur acquisition, jusqu'à la cessation de leurs fonctions respectives, conformément à l'article L. 225-197-1, II du Code de commerce et à l'article 8 du Plan d'Actions Gratuites 2022 (soit 25 % de leurs Actions Gratuites acquises à l'issue de la période d'acquisition).

5.1.2 du présent Projet de Note en Réponse. Ainsi, après exclusion des Actions Bloquées, un nombre maximum de 180.614 Actions Gratuites sont visées par l'Offre.

5.1.2. Mécanisme de liquidité

Conformément à ce que l'Initiateur indique dans le Projet de Note d'Information, il sera proposé à Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, en tant que détenteurs d'Actions Bloquées, de conclure un contrat de liquidité avec l'Initiateur (individuellement, un « **Contrat de Liquidité** ») afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour leurs Actions Bloquées qui n'ont pas pu être présentées à l'Offre.

Les Contrats de Liquidité incluraient (i) une promesse d'achat consentie par l'Initiateur à chacun de Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, exerçable pendant une période de 20 jours ouvrables à compter de la Date de Disponibilité ; (ii) suivie d'une promesse de vente consentie par chacun de Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu à l'Initiateur, exerçable pendant une période de 20 jours ouvrables à compter de l'expiration de la période d'exercice de la promesse d'achat, sous réserve que, et dans la mesure où, la promesse d'achat n'aura pas été exercée.

Les promesses d'achat et de vente ne pourront être exercées que (i) dans l'hypothèse où l'Initiateur demanderait la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de la clôture de l'Offre, (ii) en cas de radiation des Actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris pour quelque raison que ce soit, ou (iii) en cas de liquidité très réduite du marché des Actions à la suite de la clôture de l'Offre.

La « **Date de Disponibilité** » désigne le premier jour ouvrable suivant l'expiration de la période de conservation applicable aux Actions Bloquées (soit le premier jour ouvrable avant le 28 juillet 2025, sous réserve de la levée des périodes de conservation conformément à la loi et à la réglementation applicable) ; étant toutefois précisé que, s'agissant des Actions Gratuites Conservées, la Date de Disponibilité désigne le premier jour ouvrable suivant la plus tardive des deux dates suivantes : (i) l'expiration de la période de conservation applicable mentionnée ci-dessus s'achevant le 28 juillet 2025 (sous réserve de la levée des périodes de conservation conformément à la loi et à la réglementation applicable), ou (ii) la date de cessation des fonctions de Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu respectivement.

En cas d'exercice de ces promesses d'achat et de vente, le prix des Actions Bloquées concernées serait le Prix de l'Offre *moins* toute distribution de toute nature ou de tout produit quelconque effectivement perçu par Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu entre la date de clôture de l'Offre et la date de réalisation de la cession des Actions Bloquées résultant de l'exercice des promesses d'achat ou de vente. Le Contrat de Liquidité comporterait également une stipulation selon laquelle, dans l'hypothèse où le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action serait dû si les conditions en sont remplies, le Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action Bloquée serait versé à MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, dans la mesure où les promesses d'achat ou de vente de liquidité mentionnées dans la présente Section seraient exercées.

En cas de retrait obligatoire, les Actions Bloquées pour lesquelles un Contrat de Liquidité est conclu, dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit ci-dessus, seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et, par conséquent, ne seront pas visées par le Retrait Obligatoire.

5.2. Accord relatif à l'Offre

Néant.

5.3. Engagements d'apport

Néant

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure et répartition du capital

A la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, à la suite de l'acquisition des Actions Gratuites le 28 juillet 2024, le capital social de la Société s'élève à 55.080.483,40 euros, divisé en 275.402.417 Actions ordinaires de 0,20 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% d'Actions	Nombre de droits de vote (*)	% de droits de vote
TCEH	253.749.268	92,14 %	253.749.268	92,14 %
Flottant	21.653.149	7,86 %	21.653.149	7,86 %
Total	275.402.417	100,00 %	275.402.417	100,00 %

(*) Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

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

6.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

A. Obligations légales et statutaires de déclaration en matière de franchissement des seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

En outre, l'article 13 des statuts de la Société stipule que toute personne physique ou morale, ou tout actionnaire qui viendrait à détenir, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 et suivants du Code de commerce un nombre d'actions de la Société égal ou supérieur à 3 % du nombre total d'actions ou de droits de vote, notifier à la Société par lettre recommandée avec accusé de réception : le nombre total (i) des actions et des droits de vote qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert, (ii) des titres donnant accès à terme au capital de la Société qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, et (iii) des actions déjà émises que cette personne peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

Cette déclaration est renouvelée dans les mêmes conditions chaque fois qu'un nouveau seuil d'un multiple de 3 % du nombre total d'actions ou de droits de vote est franchi à la hausse ou à la baisse.

B. Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

6.2.2. Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.3. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 6.1 du Projet de Note en Réponse.

Au cours des douze derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires suivants :

Actionnaire	Date de déclaration	Date de franchissement	Seuil légal	Sens du franchissement	% du capital	% des droits de vote
I. Déclarations de franchissement de seuils légaux						
Invesco Ltd.	21 septembre 2023	19 septembre 2023	5% du capital et des droits de vote	Diminution	0.84324%	0.84324%
Deka International	7 novembre 2023	16 octobre 2023	5% du capital et des droits de vote	Diminution	0.44%	0.44%
TCC ⁽¹⁾	30 mai 2024	15 septembre 2023	2/3 du capital social et des droits de vote	Augmentation	88,87 % ⁽²⁾	88,87 % ⁽²⁾
TCC ⁽¹⁾	10 juillet 2024	8 juillet 2024	90% du capital social et des droits de vote	Augmentation	92,21 % ⁽³⁾	92,21 % ⁽³⁾
II. Déclarations de franchissement de seuils statutaires						
Deka Investment GmbH	5 juillet 2023	3 juillet 2023	3 % du capital et des droits de vote	Augmentation	3.58 %	3.58 %
TCC ⁽¹⁾	29 mai 2024	15 septembre 2023	66 %, 69 %, 72 %, 75 %, 78 %, 81 %, 84 % et 87 % du capital social et des droits de vote de la Société	Augmentation	88,87 % ⁽²⁾	88,87 % ⁽²⁾
TCC ⁽¹⁾	10 juillet 2024	8 juillet 2024	90% du capital social et des droits de vote	Augmentation	92,21 % ⁽³⁾	92,21 % ⁽³⁾

⁽¹⁾ Indirectement par l'intermédiaire de TCDH et TCEH.

⁽²⁾ A jour de l'Acquisition de 2024, étant précisé qu'à la date du franchissement de seuil résultant de l'Augmentation de Capital de 2023, TCC détenait (indirectement par l'intermédiaire de TCDH et TCEH) 87,78% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

⁽³⁾ Il est précisé qu'immédiatement après la première des deux Acquisitions de Blocs ayant entraîné le franchissement de seuil, TCC (indirectement par l'intermédiaire de TCDH et TCEH) détenait 90,51 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société. A l'issue de la seconde des deux Acquisitions de Blocs, TCC (indirectement par l'intermédiaire de TCDH et TCEH) détenait 92,21 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société. A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 92,14 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société, tel que précisé à la Section 6.1 du Projet de Note en Réponse.

6.4. Liste des détenteurs de tout titre NHOA comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres NHOA comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Néant

6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

Néant

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

6.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Il n'existe pas de règle spéciale, ni dans les statuts de la Société, ni dans une autre convention conclue entre la Société et une autre entité, qui porterait sur la nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration ou la modification des statuts de la Société et qui entraînerait une incidence en cas d'offre publique.

Membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de onze (11) membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires et des statuts.

La durée des fonctions d'administrateur est de trois ans. Par exception, l'assemblée générale ordinaire peut nommer certains administrateurs pour une durée inférieure à trois ans ou, selon le cas, réduire la durée des fonctions de l'un ou de plusieurs administrateurs, afin de permettre un renouvellement échelonné des mandats des membres du conseil d'administration.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur à un administrateur en fonction¹³. Si cette limite venait à être dépassée, à défaut de démission volontaire d'un administrateur âgé de plus de 70 ans, le plus âgé des administrateurs sera réputé démissionnaire d'office. Toutefois, dans le cas où la limite viendrait à être dépassée par suite de la diminution du nombre d'administrateurs en fonction, ce dépassement restera sans effet s'il est procédé, dans un délai de trois mois, aux remplacements nécessaires pour que le nombre d'administrateurs en fonction ayant dépassé la limite d'âge puisse être maintenu.

¹³ À la suite de la modification des statuts de la Société en date du 13 juin 2024, la limite d'âge du président du conseil d'administration, qui était jusqu'alors fixée à 70 ans, est désormais fixée à 75 ans.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre et pour la même durée que celle de la personne morale qu'il représente. Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier par écrit sans délai à la Société, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès, démission ou empêchement prolongé du représentant permanent.

Lorsque les conditions sont réunies, le conseil d'administration peut procéder à la nomination d'administrateurs à titre provisoire pour la durée du mandat restant à couvrir de son prédécesseur. En application de la loi, les nominations provisoires sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Censeurs

Conformément à l'article 20 des statuts, l'assemblée générale ordinaire peut nommer, à sa discrétion, un ou plusieurs censeurs, nommés ou non parmi les actionnaires personnes morales ou personnes physiques, actionnaires ou non. Le mandat des censeurs, toujours renouvelable, dure un an. Les fonctions d'un censeur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat. Les censeurs peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale ordinaire.

Les censeurs sont convoqués aux séances du conseil d'administration et ont accès aux mêmes informations que celles communiquées aux administrateurs. Ils prennent part aux délibérations du conseil d'administration avec voix consultative.

6.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 22 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société.

Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut, ni augmenter les engagements des actionnaires, ni porter atteinte à l'égalité de leurs droits, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Conformément à l'article 15 des statuts, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes :

Date de l'assemblée	Objet de l'autorisation ou de la délégation	Montant autorisé	Durée	Utilisation
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie de « placement privé » (offre visée au 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier) (résolution n° 19)	20.000.000 €	26 mois	-
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration en cas d'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription à l'effet de fixer le prix de souscription, dans la limite de 10 % du capital social par an (résolution n° 20)	Dans la limite de 10 % du capital social par an	26 mois	-
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration en cas d'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et au profit d'une catégorie de personnes (résolution n° 21)	20.000.000 €	18 mois	-
23 juin 2022	Autorisation d'augmenter le nombre de titres à émettre de 15 % avec ou sans droit préférentiel de souscription (résolution n° 22)	Jusqu'à la limite de 15 % de la souscription initiale.	26 mois	-
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, dans la limite de 10 % du capital social par an, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société, en dehors d'une offre publique d'échange (résolution n°23)	20.000.000 €	26 mois	-
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration pour augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société (résolution n° 24)	20.000.000 €	26 mois	-
23 juin 2022	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, de fusion ou d'apport ou toutes autres sommes susceptibles d'être incorporées au capital (résolution n° 25)	800.000 €	26 mois	-

15 juin 2023	Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social de la Société par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital social de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (résolution n°21)	330.000.000 €	26 mois	-
15 juin 2023	Autorisation consentie au Conseil d'administration pour procéder à des attributions d'actions gratuites existantes ou à émettre au profit de mandataires sociaux et membres du personnel de la Société ou de ses filiales (résolution n°24)	130.000 €	38 mois	-
13 juin 2024	Autorisation consentie au Conseil d'Administration en vue d'acheter des actions de la Société dans le cadre de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions (résolution n°18)	12.250.000 €	18 mois	-
13 juin 2024	Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue d'émettre, sans droit préférentiel de souscription, des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières, au profit des salariés et des cadres dirigeants de la Société et des salariés de ses filiales, bénéficiaires d'un plan d'épargne entreprise (articles L. 3332-1 et seq. Code du travail) (résolution n°20)	10.000 €	26 mois	-
13 juin 2024	Autorisation consentie au Conseil d'administration pour consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions au profit mandataires sociaux et membres du personnel de la Société ou de ses filiales (résolution n°21)	35.000 €	38 mois	-

[Sources : Document d'Enregistrement Universel 2023, page 259 et résolutions de l'assemblée générale annuelle du 13 juin 2024]

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

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin, en raison d'une offre publique

Néant

6.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la société a mises en œuvre, ou décide de mettre en œuvre

Néant.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RGAMF

En application des articles 261-1, I, 1°, 4° et II du RGAMF, le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 16 juin 2024 afin d'établir un rapport sur les conditions financières (i) de l'Offre et, le cas échéant, (ii) du Retrait Obligatoire à intervenir si les conditions requises en sont réunies.

Ce rapport, en date du 15 octobre 2024, est reproduit dans son intégralité en Annexe et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront disponibles sur le site internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de NHOA, 93 boulevard Haussmann, 75008 Paris, France

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, à notre connaissance, les données figurant dans la note en réponse relative à l'offre publique d'achat simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la société NHOA établie par NHOA sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Carlalberto Guglielminotti

Directeur general de NHOA SA

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Ledouble

NHOA

93, boulevard Haussmann
75008 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
INITIÉE PAR TAIWAN CEMENT EUROPE HOLDINGS

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – 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 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

<u>GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES</u>	<u>4</u>
<u>1. INTRODUCTION</u>	<u>8</u>
1.1. CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'INTERVENTION DE LEDOUBLE	9
1.2. INDÉPENDANCE ET COMPÉTENCE DE LEDOUBLE	10
1.3. DILIGENCES EFFECTUÉES	11
1.4. AFFIRMATIONS OBTENUES ET LIMITES DE LA MISSION	12
1.5. PLAN DU RAPPORT	13
1.6. CONVENTIONS DE PRÉSENTATION	13
<u>2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE</u>	<u>14</u>
2.1. SOCIÉTÉS PRENANT PART À L'OFFRE	14
2.2. CONTEXTE ET TERMES DE L'OFFRE	14
2.3. INTÉRÊT DE L'OFFRE INITIALE ET DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR	16
2.4. PÉRIMÈTRE DE L'OFFRE	18
2.5. ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	19
2.6. FINANCEMENT DE L'OFFRE	19
<u>3. PRÉSENTATION SECTORIELLE ET DU GROUPE</u>	<u>20</u>
3.1. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE DURABLE	20
3.2. POSITIONNEMENT DU GROUPE	27
3.3. ANALYSE HISTORIQUE DE LA PERFORMANCE DU GROUPE	29
3.4. MATRICE SWOT	37
<u>4. ÉVALUATION MULTICRITÈRE</u>	<u>38</u>
4.1. DONNÉES STRUCTURANT L'ÉVALUATION MULTICRITÈRE	38
4.2. MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES	44
4.3. RÉFÉRENCES BOURSIÈRES	46
4.4. MÉTHODE D'ÉVALUATION DÉCRITE DANS L'ACCORD SIGNÉ LORS DE LA CRÉATION DE LA JOINT-VENTURE ENTRE ENGIE EPS ET STELLANTIS	50
4.5. VALORISATION INTRINSÈQUE PAR LA MÉTHODE DE D'ACTUALISATION DES FLUX DE TRÉSORERIE PRÉVISIONNELS OU <i>DISCOUNTED CASH-FLOWS</i> (DCF)	52
4.6. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	58
4.7. ACTIF NET COMPTABLE ET ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ	62
4.8. SYNTHÈSE DE L'ÉVALUATION MULTICRITÈRE	64

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	65
5.1. DATE DE RÉFÉRENCE	65
5.2. DETTE FINANCIÈRE NETTE	65
5.3. RÉFÉRENCES BOURSIÈRES	67
5.4. ACTIF NET COMPTABLE ET ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ	67
5.5. TRANSACTIONS RÉCENTES SUR LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ	67
5.6. VALORISATION INTRINSÈQUE	67
5.7. VALORISATION ANALOGIQUE	68
5.8. SYNTHÈSE SUR LA VALORISATION DE L'ACTION	69
6. COMMENTAIRES SUR LES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	70
6.1. CONTRATS DE LIQUIDITÉ	70
6.2. ACQUISITIONS DE BLOCS	71
6.3. SYNTHÈSE	71
7. OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	71
7.1. NIVEAU HISTORIQUE DU COURS DE BOURSE	71
7.2. RÉFÉRENCES BOURSIÈRES	74
7.3. COMPARABLES BOURSIERS	76
7.4. TRANSACTIONS COMPARABLES	77
7.5. DÉFICITS FISCAUX	77
7.6. OPTION D'ACHAT	78
7.7. SOUTIEN DES POUVOIRS PUBLICS	78
7.8. RELÈVEMENT DU PRIX DE L'OFFRE INITIALE	78
7.9. COMMENTAIRES SUR LE PROJET DE NOTE D'INFORMATION	79
8. SYNTHÈSE	81
8.1. CRITÈRES BOURSIERS	81
8.2. ÉVALUATION MULTICRITÈRE	81
8.3. ANALYSE DU COMPLÉMENT DE PRIX CONDITIONNEL	83
8.4. PRIX PLANCHER	84
8.5. LIQUIDITÉ DE L'ACTION INDUITE PAR L'OFFRE	84
8.6. ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	85
9. CONCLUSION	85
ANNEXES	86

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Acquisition de 2024	Acquisition par l'Initiateur le 4 avril 2024 de 3.000.000 Actions sur le marché, auprès de la Caisse des Dépôts
Acquisitions de Blocs	Acquisition par l'Initiateur le 8 et le 9 juillet 2024 de deux blocs de titres représentant un total de 9.191.782 Actions au Prix de l'Offre Initiale, représentant le nombre maximum d'Actions que l'Initiateur était en droit d'acquérir, dans la limite de 30% du nombre d'Actions existantes visées par l'Offre Initiale conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF
Action(s)	Action(s) de NHOA
Actions Bloquées	Actions gratuites attribuées à Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, en période de conservation
Actions Gratuites Conservées	Actions gratuites devant être conservées par Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu jusqu'à la cessation de leurs fonctions respectives
Actionnaire Minoritaire	Actionnaire ayant soumis à Ledouble des observations concernant le projet d'Offre
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de NHOA dont les titres sont visés par l'Offre
Activité e-Mobility	<i>Business unit</i> e-Mobility représentée par la <i>joint-venture</i> avec Stellantis Free2move eSolutions
Activité Infrastructure de recharge électrique	<i>Business unit</i> EV Fastcharging Infrastructure représentée par Atlante
Activité Stockage d'énergie	<i>Business unit</i> Energy Storage représentée par NHOA Energy
AFIF	<i>Alternative Fuels Infrastructure Facility</i>
Ambitions Stratégiques	Ambitions stratégiques du Masterplan10x
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable consolidé
ANCC	Actif net comptable corrigé
ANR	Actif net réévalué
APS	<i>Announced Pledges Scenario</i>
Assemblée(s) Générale(s)	Assemblée(s) générale(s) des Actionnaires
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Atlante	Activité Infrastructure de recharge électrique
Augmentation de Capital de 2021	Augmentation de capital avec maintien du DPS, d'un montant brut de 139.924.785,60 €, lancée le 9 novembre 2021
Augmentation de Capital de 2023	Augmentation de capital avec maintien du DPS, d'un montant brut de 249.663.040 €, lancée le 29 août 2023

Avis motivé	Avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre
BESS	<i>Battery Energy Storage System</i>
BFR	Besoin en fonds de roulement
bp	Point(s) de base
BU	<i>Business Unit</i>
CA	Chiffre d'affaires
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Call	Option d'Achat
CEF	<i>Connecting Europe Facility</i>
Cible	NHOA
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqué de NHOA Juin	Communiqué de presse de NHOA du 13 juin 2024
Communiqué de TCC Juin	Communiqué de presse de TCC du 13 juin 2024
Communiqué de NHOA Août	Communiqué de presse de NHOA du 21 août 2024
Communiqué de TCC Août	Communiqué de presse de TCC du 21 août 2024
Comparables Boursiers	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Comparables Boursiers e-Mobility	Sociétés réputées comparables à l'Activité e-Mobility et à l'Activité Infrastructure de recharge électrique
Comparables Boursiers Stockage	Sociétés réputées comparables à l'Activité Stockage d'énergie
Complément de Prix Conditionnel	0,65 € par Action
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de NHOA
Conseils	Conseils juridiques et financiers
Contrat de Liquidité	Contrat permettant aux détenteurs d'Actions Bloquées de bénéficier d'une liquidité en numéraire
CPC	Complément de Prix Conditionnel
Date de Référence	12 juin 2024
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	Management de NHOA
DPS	Droit préférentiel de souscription

EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
EMEA	<i>Europe Middle East & Africa</i>
Engie EPS	Ancienne dénomination de NHOA
Établissement Présentateur	CA-CIB
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
F2MeS	<i>Free2move eSolutions</i> et Activité e-Mobility
FMI	Fonds Monétaire International
Groupe	Société et ses filiales
GWh	Gigawatt heure
IDA / IDP	Impôt différé actif / Impôt différé passif
IEA	<i>International Energy Agency</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	TCEH
LDES	<i>Long Duration Energy Storage</i>
Ledouble	Ledouble SAS
Lettre de Mission	Avenant à la Lettre de Mission Initiale relatif à l'Offre
Lettre de Mission Initiale	Lettre de mission adressée par la Société à Ledouble relative à l'Offre Initiale
Masterplan10x	Plan stratégique du Groupe à horizon 2025 et 2030 en date du 23 juillet 2021
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
Mission Initiale	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre Initiale
MWh	Megawatt heure
n.a.	Non applicable
NHOA Energy	Activité Stockage d'énergie
Note d'Opération	Note d'opération relative à l'Augmentation de Capital de 2023
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire initiée par TCEH sur les Actions
Offre Initiale	Offre publique d'achat simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire initiée par TCEH sur les Actions
OPAS	Offre publique d'achat simplifiée
Options	Option d'Achat et Option de Vente

Option d'Achat	Option d'achat à la main de Stellantis sur la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS
Option de Vente	Option de vente à la main de NHOA Corporate S.r.l. sur la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS
Période Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires 2024-2030
Période d'Extrapolation	Période d'extension des prévisions du Plan d'Affaires (2031-2032)
PIB	Produit intérieur brut
Plan AGA 2022	Plan d'attribution gratuite d'Actions décidé par le Conseil d'Administration du 28 juillet 2022
Plan d'Affaires	Plan d'affaires du Groupe à horizon 2030 approuvé par le Conseil d'Administration le 5 juillet 2024
Prix de l'Offre	1,25 € par Action
Prix de l'Offre Initiale	1,10 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé le 9 octobre 2024 par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information Initial	Projet de note d'information déposé le 8 juillet 2024 par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Cible auprès de l'AMF
Promesse d'Achat	Option de Vente
Promesse de Vente	Option d'Achat
Put	Option de Vente
Q&A	Questions-réponses
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RA S1 2024	Rapport d'activité S1 2024 au 30 juin 2024
RO	Retrait Obligatoire
S1	Premier semestre
SOTP	<i>Sum of the parts</i>
Société	NHOA
Stellantis	Stellantis Europe S.p.A
STEPS	<i>Stated Policies Scenario</i>
TCEH	Taiwan Cement Europe Holdings
TCC	TCC Group Holdings Co. Ltd
Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
UGT	Unité génératrice de trésorerie
VE	Valeur d'entreprise
Wacc	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 16 juin 2024 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société NHOA (« **NHOA** », la « **Société** » ou la « **Cible** »), sur proposition du comité *ad hoc* au sein du Conseil d'Administration (le « **Comité Ad Hoc** »)¹, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« **OPAS** ») suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » ou « **RO** ») (ensemble l'« **Offre Initiale** ») initiée par la société Taiwan Cement Europe Holdings B.V. (« **TCEH** » ou l'« **Initiateur** »), filiale de TCC Group Holdings Co. Ltd (« **TCC** »), sur les actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur (y compris les Actions gratuites qui étaient susceptibles d'être acquises et par conséquent émises avant la clôture de l'Offre Initiale, et à l'exclusion des Actions gratuites devant faire l'objet d'une période de conservation lors de leur acquisition), au prix de 1,10 € par action (le « **Prix de l'Offre Initiale** ») payable en numéraire.

L'Offre Initiale a fait l'objet de deux communiqués de presse, l'un de NHOA (le « **Communiqué de NHOA Juin** »)², l'autre de TCC (le « **Communiqué de TCC Juin** »)³, publiés le 13 juin 2024.

L'Initiateur a déposé le 8 juillet 2024, auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF), son projet de note d'information relative à l'Offre Initiale (le « **Projet de Note d'Information Initial** »).

La mission d'expertise indépendante confiée initialement à Ledouble (la « **Mission Initiale** ») consistait à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Initiale pour les actionnaires de NHOA dont les titres étaient visés par l'Offre Initiale, au regard des conditions financières résumées dans les communiqués de presse précités concernant l'Offre Initiale et détaillées dans le Projet de Note d'Information Initial.

Le 21 août 2024 :

- L'Initiateur a annoncé, par communiqué de presse (le « **Communiqué de TCC Août** »)⁴, qu'à la suite des réserves émises par le comité *ad hoc* du Conseil d'Administration sur le Prix de l'Offre Initiale, telles qu'annoncées par un communiqué de presse de NHOA le 19 août 2024⁵, le conseil d'administration de TCC a pris note de ces réserves et, dans ce contexte, a approuvé le 20 août 2024 le rehaussement du Prix de l'Offre Initiale de 1,10 € à 1,25 € (le « **Prix de l'Offre** ») ;
- NHOA a relayé le Communiqué de TCC Août (le « **Communiqué de NHOA Août** »)⁶, en annonçant parallèlement le maintien de la suspension de cours jusqu'à la publication d'un nouveau communiqué de presse.

L'Initiateur a déposé le 9 octobre 2024, auprès de l'AMF, son projet de note d'information relatif aux termes modifiés de l'Offre Initiale (le « **Projet de Note d'Information** »), soit en substance :

- une OPAS⁷ avec intention de retrait obligatoire au prix de 1,25 € payable en numéraire ;
- l'engagement de TCC, actionnaire indirect unique de l'Initiateur, de faire en sorte que NHOA Corporate S.r.l., filiale italienne de NHOA détentrice, entre autres, de 49,9% des titres Free2Move eSolutions (détenus pour le solde, dans le cadre d'une *joint-venture*, à 51,1% par Stellantis Europe S.p.A. (« **Stellantis** »)), exerce l'option de vente à Stellantis de la

¹ Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF.

² Communiqué de NHOA, 13 juin 2024.

³ Communiqué de TCC, 13 juin 2024.

⁴ Communiqué de TCC, 21 août 2024.

⁵ Communiqué de NHOA, 19 août 2024.

⁶ Communiqué de NHOA, 21 août 2024.

⁷ L'Offre, telle que présentée dans le Projet de Note d'Information, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre.

participation de NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions, au plus tard à l'échéance fixée contractuellement le 30 juin 2025 (dès lors que Stellantis n'aurait pas préalablement exercé, à l'échéance fixée contractuellement au 31 mai 2025, son option d'achat sur la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions) ; dans l'hypothèse où ni l'option d'achat ni l'option de vente ne serait exercée à l'échéance fixée contractuellement, un complément de prix de 0,65 € par rapport au Prix de l'Offre trouverait à s'appliquer (le « **Complément de Prix Conditionnel** ») (§ 2.3.2). Ces options d'achat et de vente dont bénéficient respectivement et successivement Stellantis et NHOA Corporate S.r.l., ainsi que leurs modalités d'exercice sont détaillées *infra* (§ 4.4).

NHOA a annoncé le 9 octobre 2024 la reprise de la cotation à compter du 10 octobre 2024.

L'ensemble des termes modifiés de l'Offre Initiale structurent désormais l'opération telle que présentée dans le Projet de Note d'Information (l' « **Offre** »).

Compte tenu des développements précédents, la mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste finalement à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l' « **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de NHOA dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), au regard des conditions financières résumées dans les communiqués de presse précités se rapportant à l'Offre et détaillées dans le Projet de Note d'Information, soit :

- en ce qui concerne le Prix de l'Offre proposé par TCEH pour l'action NHOA (l' « **Action** »), **1,25 €** par Action payable en numéraire⁸, après analyse de l'incidence éventuelle du Complément de Prix Conditionnel qui majorerait le Prix de l'Offre à proportion de **0,65 €** par Action ;
- en ce qui concerne les options d'achat et de vente de la participation détenue à 49,9% par NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions, leur impact financier ;
- en ce qui concerne les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), leur incidence éventuelle sur le Prix de l'Offre.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07⁹ et AMF n°2006-08¹⁰, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15¹¹.

Comme mentionné dans le Communiqué de NHOA Juin, et conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition du Comité Ad Hoc¹² en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre (l' « **Avis Motivé** »).

⁸ Pour mémoire, le Projet de Note d'Information, § 2.4 « Ajustement des termes de l'Offre », précise les conditions dans lesquelles le Prix de l'Offre est susceptible d'être ajusté dans l'hypothèse, entre la date du Projet de Note d'Information et la date de règlement-livraison de l'Offre, soit d'une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou de toute autre distribution (en numéraire ou en nature), soit d'un amortissement ou d'une réduction de capital social.

⁹ « Offres publiques d'acquisition ».

¹⁰ « Expertise indépendante ».

¹¹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹² Le Comité Ad Hoc est constitué d'administrateurs indépendants, en les personnes de Monsieur Romualdo Cirillo qui le préside, Madame Chen Ming Chang, Monsieur Luigi Michi, Madame Veronica Vecchi et Madame Cynthia A. Utterback.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 16 juin 2024, la Société nous a adressé¹³ la Lettre de Mission Initiale, en date du 17 juin 2024, précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette Lettre de Mission Initiale, figurant en **Annexe 1a**, précise que notre désignation entre dans le champ de :

- l'article [261-1](#) I 1^{o14} et II¹⁵ du règlement général de l'AMF, comme mentionné dans un communiqué de presse de NHOA du [17 juin 2024](#) ;
- l'instruction d'application AMF n°[2006-07](#) ; et
- l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

Suite à la modification des termes de l'Offre Initiale, la Société nous a adressé l'avenant à la Lettre de Mission Initiale figurant en **Annexe 1b** (la « **Lettre de Mission** »), qui élargit¹⁶ le champ de notre saisine à l'article [261-1](#) I 4^o du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que des conseils juridiques¹⁷ et financiers¹⁸ (les « **Conseils** ») et de l'établissement présentateur¹⁹ de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »)²⁰.

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur²¹ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

¹³ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

¹⁴ La Société étant contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article L. [233-3](#) du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre.

¹⁵ Compte tenu de la perspective d'un retrait obligatoire.

¹⁶ Du fait de l'existence d'opérations connexes à l'Offre (§ 1).

¹⁷ Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (conseil juridique du Comité Ad Hoc), Sullivan & Cromwell LLP (conseil juridique de l'Initiateur) et CMS Francis Lefebvre (conseil juridique de la Société).

¹⁸ Rothschild & Co (conseil financier du Comité Ad Hoc).

¹⁹ Crédit Agricole Corporate & Investment Bank (CA-CIB) qui, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre, y compris le Complément de Prix Conditionnel.

²⁰ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

²¹ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des années les plus récentes sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre Initiale et de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, des activités et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de l'Action ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation :

- en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre ; et
- en tenant compte, d'une part, de l'impact financier des options d'achat de Stellantis et de vente de NHOA Corporate S.r.l. sur la participation détenue par NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions et, d'autre part, de l'existence d'opérations connexes à l'Offre (§ 1).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc et du Conseil d'Administration, ainsi que des représentants des Conseils et de l'Établissement Présentateur, ont porté notamment sur :

- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant la Société et l'Initiateur ;
- l'étude des conditions de l'OPAS initiée par TCEH sur les titres de NHOA en 2021, par référence à la note d'information de TCEH visée par l'AMF le 7 septembre 2021²² et à la note d'information en réponse de NHOA visée par l'AMF le même jour²³, ainsi que de l'augmentation de capital de la Société intervenue en 2023 (l'« **Augmentation de Capital de 2023** ») à la lecture de la note d'opération s'y rapportant (la « **Note d'Opération** »)²⁴ ;
- l'examen du compte rendu de réunion du Comité d'audit dans le cadre de la clôture annuelle des comptes consolidés de la Société au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2023 et du premier semestre 2024 et de l'arrêté des comptes statutaires de la Société au titre du premier semestre 2024 ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration ainsi que des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires au titre des deux derniers exercices clos le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023, ainsi que de l'exercice en cours ;
- l'exploitation des documents d'enregistrement universel (« **DEU** ») 2019 à 2023 et le rapport d'activité semestriel 2024 du Groupe (« **RA S1 2024** ») ;
- la revue des performances opérationnelles historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion ;

²² Visa AMF n° [21-384](#).

²³ Visa AMF n° [21-385](#).

²⁴ Prospectus n° [23-370](#).

- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives aux activités exercées par le Groupe dans son environnement concurrentiel ;
- la lecture des communiqués de presse et des présentations de la Société au marché ;
- l'exploitation du budget 2024 et du plan d'affaires à moyen terme du Groupe approuvé par le Conseil d'Administration le 5 juillet 2024 (le « **Plan d'Affaires** ») ;
- la comparaison du Plan d'Affaires avec le plan stratégique du Groupe en date du 23 juillet 2021 (le « **Masterplan 10x** ») ;
- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ;
- des extractions de nos bases de données²⁵, relatives à la Société et aux autres acteurs du marché sur lequel elle est positionnée, ainsi qu'aux multiples de valorisation par des comparables boursiers et des comparables transactionnels ;
- l'examen des notes d'analystes en charge du suivi de NHOA ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et l'analyse du Complément de Prix Conditionnel au regard de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que de l'analyse de la sensibilité des résultats de cette valorisation à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la revue des travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action ;
- l'analyse des modalités de financement de l'Offre ;
- l'examen du corpus juridique de l'Offre Initiale et de l'Offre ;
- l'étude des accords conclus par Engie EPS²⁶ avec Stellantis²⁷, à l'origine des options d'achat et de vente de la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions, dont bénéficient respectivement et successivement Stellantis et NHOA Corporate S.r.l. ;
- la lecture du Projet de Note d'Information Initial ;
- la lecture du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, ainsi que du Projet de Note d'Information en réponse de la Cible (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** ») soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;
- la prise en compte des observations sur les termes de l'Offre Initiale et de l'Offre formulées par des Actionnaires Minoritaires avant le dépôt du Projet de Note d'Information en Réponse.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

²⁵ Dont Bloomberg et S&P Capital IQ.

²⁶ Ancienne dénomination de NHOA.

²⁷ *Investment and Shareholders Agreement* en date du 15 janvier 2021, amendé le 25 janvier 2024, conclu entre, entre autres, FCA Italy S.p.A (filiale de Stellantis) en tant qu'investisseur et la Société.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'Avis Motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de sa réalisation (§ 2) ;
- l'environnement, les activités et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation de l'Action (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- nos commentaires sur les Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- dollars (\$) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

NHOA SA est une société anonyme de droit français sise 93, boulevard Haussmann, à Paris (75008) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 808 631 691. Son capital, d'un montant de 55.080.483,40 €, se compose de 275.402.417 Actions d'une valeur nominale unitaire de 0,20 €, représentatives de 275.402.417 droits de vote théoriques (§ 2.4.1).

Les Actions NHOA sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris²⁸.

Le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont détenus par l'Initiateur à proportion de 92,14%²⁹ (§ 2.4.1).

2.1.2. Initiateur

Taiwan Cement Europe Holdings B.V. est une société à responsabilité limitée de droit néerlandais (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*), sise Strawinskylaan 3051, 1077 ZX, Amsterdam, aux Pays-Bas, et immatriculée au Répertoire néerlandais des entreprises sous le numéro 82637970.

TCEH est détenue indirectement à 100% par TCC Group Holdings Co., Ltd³⁰, société soumise au droit de la République de Chine (Taïwan), sise No. 113, Section 2, Zhongshan North Road, Taipei City 104, à Taïwan.

Les actions TCC sont admises aux négociations du *Taiwan Stock Exchange*.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

La prise de contrôle de la Société par TCC, évoquée ci-après, et l'Offre sont à replacer dans la chronologie des annonces et événements suivants :

- en 2021 : prise de participation par TCC, par l'intermédiaire de sa filiale TCEH, de 7.721.453 actions de la Société représentant environ 60,48 % du capital social de NHOA (anciennement dénommée Engie EPS S.A.) indirectement auprès de Engie S.A., suivie de l'offre publique obligatoire lancée par TCEH sur les titres NHOA en septembre 2021, à l'issue de laquelle TCC, par l'intermédiaire de TCEH, détenait 16.635.102 Actions, soit 65,15 % du capital social et des droits de vote théoriques³¹ de NHOA.

²⁸ Code ISIN : FR0012650166 ; mnémonique NHOA.PA.

²⁹ Versus 88,87% lors du dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information Initial intervenu le 8 juillet 2024, étant précisé que l'Initiateur, à la suite d'une acquisition d'actions NHOA hors marché (§ 2.2), a procédé le 10 juillet 2024 à une déclaration de franchissement de seuil de 90% du capital et des droits de vote théoriques de la Société auprès de l'AMF ; en outre, le 28 juillet 2024, 205.657 Actions gratuites ont été définitivement acquises et donc émises au profit de leurs bénéficiaires (§ 2.4.1).

³⁰ Anciennement dénommée Taiwan Cement Corporation. Acteur de premier plan dans l'industrie mondiale du ciment, le groupe TCC, créé en 1946, est spécialisé dans la production et le commerce de ciment, de granulats, de béton prêt à l'emploi et de matériaux de construction innovants ; ses axes de développement portent sur les matériaux de construction à faible teneur en carbone, le recyclage des ressources et l'énergie verte, laquelle a vocation à réduire substantiellement le poids de l'activité ciment dans les activités du groupe.

³¹ La détention des Actions ne confère pas de droits de vote double.

En novembre 2021, NHOA réalise une augmentation de capital à hauteur de 140 M€ avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) au prix de souscription de 10,96 €³² (l'« **Augmentation de Capital de 2021** »)³³ ;

- le 29 août 2023 : lancement de l'augmentation de capital avec maintien du DPS par l'émission de 249.663.040 Actions nouvelles à un prix de souscription unitaire de 1 € (0,20 € de valeur nominale et 0,80 € de prime d'émission), représentant un montant brut de 249.663.040 € (prime d'émission comprise). Lors de cette opération (l'« **Augmentation de Capital de 2023** »)³⁴, l'Initiateur a souscrit 224.922.384 Actions nouvelles, se subdivisant en :
 - 162.654.272 Actions nouvelles en numéraire, à titre irréductible, correspondant à l'exercice de ses droits préférentiels de souscription ; et
 - 62.268.112 Actions nouvelles additionnelles en numéraire, souscrites par l'Initiateur afin de garantir la réalisation de l'Augmentation de Capital de 2023³⁵.

À l'issue de l'Augmentation de Capital de 2023, l'Initiateur détenait en conséquence 241.557.486 Actions³⁶, représentant 87,78 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société ;

- le 4 avril 2024 : acquisition par l'Initiateur de 3.000.000 Actions sur le marché, auprès de la Caisse des Dépôts, à un prix unitaire de 0,5590 € par Action, portant sa participation dans la Société à 88,87%³⁷ (l'« **Acquisition de 2024** ») ;
- les 8 et 9 juillet 2024 : acquisition par l'Initiateur de deux blocs de titres représentant un total de 9.191.782 Actions à un prix unitaire de 1,10 € par Action correspondant au Prix de l'Offre Initiale (les « **Acquisitions de Blocs** »), représentant le nombre maximum d'Actions que l'Initiateur était en droit d'acquérir, dans la limite de 30% du nombre d'Actions existantes visées par l'Offre Initiale conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF ; le 10 juillet 2024, l'Initiateur a en conséquence déclaré auprès de l'AMF avoir acquis, postérieurement au dépôt le 8 juillet 2024 du Projet de Note d'Information Initial, des Actions hors marché portant, à cette date, sa participation à 92,21% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.4.1) ;
- le 28 juillet 2024, 205.657 Actions gratuites ont été définitivement acquises et émises au profit de leurs bénéficiaires, portant ainsi la participation de l'Initiateur à 92,14% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.4.1 et § 2.4.2)³⁸ ;

³² L'augmentation de capital avec maintien du DPS, d'un montant de 139.924.785,60 € lancée en novembre 2021, qui s'est conclue par l'émission de 12.766.860 nouvelles Actions au prix de 10,96 € par Action, a été réalisée avec une sursouscription du marché de 1,4x associée à une souscription de 99 % des actionnaires existants.

³³ « NHOA annonce le succès de son augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour un montant de 140 millions d'euros », communiqué de presse de NHOA, [29 novembre 2021](#) ; aux termes de ce communiqué, la demande totale de l'Augmentation de Capital de 2021 s'est élevée à environ 160 M€, supérieure au montant visé de 140 M€, soit un taux de souscription d'environ 114% incluant la souscription à titre irréductible de TCEH, actionnaire majoritaire de NHOA, filiale à 100% de TCC, et supérieur à 140% en excluant l'ordre de TCC.

³⁴ Note d'opération visée par l'AMF le 28 août 2023 ; « Lancement d'une augmentation de capital d'environ 250 millions d'euros afin de soutenir la stratégie de croissance de NHOA sur le marché de la transition énergétique », communiqué de presse de NHOA, [29 août 2023](#).

³⁵ Conformément au mécanisme de l'article [L. 225-134](#), I, 2° du Code de commerce concernant les Actions non souscrites.

³⁶ Nombre d'Actions détenues par TCEH à l'issue de l'offre publique obligatoire intervenue en 2021 : 16.635.102 Actions + nombre d'Actions souscrites par TCEH lors de l'Augmentation de Capital de 2023 : 224.922.384 Actions.

³⁷ À la date du Projet de Note d'Information Initial, l'Initiateur détenait donc 244.557.486 Actions, représentant 88,87 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

³⁸ À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 253.749.268 Actions, représentant 92,14% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.1.1).

- le 19 août 2024, NHOA annonce, par communiqué de presse³⁹, la mise à jour du calendrier de l'Offre Initiale suite aux réserves émises par le Comité Ad Hoc concernant le caractère équitable du prix de 1,10 € par Action ;
- le 21 août 2024, l'Initiateur annonce l'augmentation du Prix de l'Offre Initiale à 1,25 € par Action, en indiquant que « *les discussions avec le comité ad hoc du conseil d'administration de NHOA et ses conseils reprendront sur cette base* » ;
- le 9 octobre 2024, l'Initiateur procède au dépôt du Projet de Note d'Information, suivi de la reprise de la cotation de l'Action.

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire au Prix de l'Offre de 1,25 € par Action (§ 1).

2.3. Intérêt de l'Offre Initiale et de l'Offre et intentions de l'Initiateur

Nous récapitulons, ci-après, l'intérêt respectivement de l'Offre Initiale et de l'Offre, afin d'en comparer la teneur et les intentions de l'Initiateur exprimées dans l'une et l'autre.

2.3.1. Offre Initiale

Les termes et motifs de l'Offre Initiale sont résumés dans le Communiqué de NHOA Juin et le Communiqué de TCC Juin, et détaillés dans le Projet de Note d'Information Initial⁴⁰.

L'Offre Initiale vise à simplifier la structure juridique de la Société, par l'acquisition de la fraction résiduelle du capital non encore détenue par l'Initiateur, de nature notamment à faciliter la prise de décision et la mise en œuvre des investissements nécessaires au développement du Groupe, et permettant *de facto* l'économie des coûts induits par la cotation de l'Action ; à ce titre, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts ou de revenus significatives avec la Société, autres que les économies qui pourraient résulter de la simplification de la structure juridique du groupe NHOA et de la radiation des Actions de la Société, dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire⁴¹.

L'Offre Initiale, par nature, permet également aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation.

Dans la mesure où NHOA fait déjà partie du groupe TCC, la poursuite de la coopération de NHOA avec TCC devrait se poursuivre, l'Initiateur ne prévoyant pas de changement significatif de la politique industrielle ou financière et des orientations stratégiques actuellement mises en œuvre par NHOA⁴².

Les intentions de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire⁴³ peuvent se résumer comme suit :

- l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, au plus tard dans un délai de 3 mois à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire portant sur les Actions, si le nombre d'Actions non apportées à l'Offre ne représente pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre. Dans ce cas, le retrait obligatoire portera sur les Actions de la Société autres que les Actions Bloquées (§ 2.4.2) et/ou les Actions assimilées à celles détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ; les actionnaires concernés recevraient alors une indemnisation égale au Prix de l'Offre Initiale.

³⁹ Communiqué de NHOA, [19 août 2024](#)

⁴⁰ Projet de Note d'Information Initial, § 1.1.1 « Motifs de l'Offre ».

⁴¹ Projet de Note d'Information Initial, § 1.2.5 « Synergies envisagées et gains économiques anticipés ».

⁴² Projet de Note d'Information Initial, § 1.2.1 « Stratégie et politique industrielles, commerciales et financières ».

⁴³ Projet de Note d'Information Initial, § 1.2.8 « Retrait obligatoire – radiation de la cote ».

La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société de la cote ;

- dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre Initiale, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve le droit de déposer une offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire des Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, à cette date. L'Initiateur pourrait, dans ce cas, augmenter sa participation dans le capital de la Société à la suite de la clôture de l'Offre Initiale et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions législatives et réglementaires applicables.

2.3.2. Comparaison entre l'Offre Initiale et l'Offre

Sur le plan financier, l'Offre diffère de l'Offre Initiale essentiellement par :

- le rehaussement du Prix de l'Offre Initiale de 1,10 € à 1,25 € par Action ;
- le franchissement de seuil de détention par l'Initiateur de 90% du capital et des droits de vote théoriques de la Société postérieurement au dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information Initial (§ 2.2) ;
- le principe du Complément de Prix Conditionnel tel que décrit dans le Projet de Note d'Information⁴⁴ (§ 1), qui se résume comme suit, compte tenu des caractéristiques de l'option d'achat et de l'option de vente de la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans Free2Move eSolutions dont bénéficient respectivement et successivement Stellantis (entre le 1^{er} janvier 2025 et le 31 mai 2025) et NHOA Corporate S.r.l. (entre le 1^{er} juin 2025 et le 30 juin 2025), détaillées *infra* (§ 4.4) :
 - l'octroi par TCC, indirectement et par l'intermédiaire de l'Initiateur, du Complément de Prix Conditionnel aux Actionnaires Minoritaires n'est envisageable que dans le cas où ni cette option d'achat à la main de Stellantis, revêtant la forme d'une promesse de vente accordée par NHOA Corporate S.r.l. à Stellantis (la « **Promesse de Vente** »), ni cette option de vente à la main de NHOA Corporate S.r.l., revêtant la forme d'une promesse d'achat accordée par Stellantis à NHOA Corporate S.r.l. (la « **Promesse d'Achat** ») ne seraient exercées ; *a contrario* si la Promesse de Vente ou la Promesse d'Achat est exercée, le Complément de Prix Conditionnel ne sera pas dû ;
 - le montant du Complément de Prix Conditionnel s'établit à 0,65 € par Action ;
 - le Complément de Prix Conditionnel sera versé aux actionnaires de la Société dont les Actions auront été apportées à l'Offre (y compris les actionnaires ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs) ou transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire⁴⁵.

⁴⁴ Projet de Note d'Information, § 2.2.1 « Contexte, condition de paiement et montant du Complément de Prix Conditionnel ».

⁴⁵ Il est précisé dans le Projet de Note d'Information que les actionnaires de la Société qui transféreraient leurs Actions autrement que dans le cadre d'un ordre d'apport à l'Offre ou du Retrait Obligatoire, notamment par cession d'Actions sur le marché ou hors marché, ne bénéficieraient pas du Complément de Prix Conditionnel, à l'exception, d'une part, des actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs (§ 6.2) et, d'autre part, de MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu en application du mécanisme de liquidité concernant les Actions Bloquées (§ 6.1).

2.4. Périmètre de l'Offre

2.4.1. Répartition du capital et des droits de vote

À la date du Projet de Note d'Information Initiale, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société était la suivante⁴⁶ :

Répartition du capital et des droits de vote				
	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
TCEH	244 557 486	88,87%	244 557 486	88,87%
Flottant	30 639 274	11,13%	30 639 274	11,13%
Total	275 196 760	100%	275 196 760	100%

Source : Société

La Société ne détient aucune de ses propres Actions et il n'existe aucun instrument dilutif.

Compte tenu de l'acquisition de 9.191.782 Actions hors marché par l'Initiateur postérieurement au dépôt du Projet de Note d'Information (§ 2.2) et de l'émission, le 28 juillet 2024, de 205.657 Actions gratuites qui ont été définitivement acquises par leurs bénéficiaires, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société est désormais la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote				
	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
TCEH	253 749 268	92,14%	253 749 268	92,14%
Flottant	21 653 149	7,86%	21 653 149	7,86%
Total	275 402 417	100%	275 402 417	100%

Source : Société

2.4.2. Plan d'actions gratuites

Le Conseil d'Administration du 28 juillet 2022 a décidé la mise en œuvre d'un plan d'attribution gratuites d'Actions (le « **Plan AGA 2022** »), portant sur 542.200 Actions gratuites attribuées à 83 salariés et dirigeants au sein du Groupe⁴⁷.

Dans le cadre du Plan AGA 2022, 205.657 Actions gratuites ont été définitivement acquises le 28 juillet 2024 (§ 2.4.1)⁴⁸, dont 25.043 Actions gratuites attribuées à Monsieur Carlalberto Guglielminotti (directeur général du Groupe) et à Monsieur Giuseppe Artizzu (directeur général de NHOA Energy), en période de conservation⁴⁹ (les « **Actions Bloquées** »), étant précisé que 6.262 Actions gratuites doivent être conservées à leur acquisition par Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, jusqu'à la cessation de leurs fonctions respectives⁵⁰ (les « **Actions Gratuites Conservées** »).

⁴⁶ Projet de Note d'Information, § 1.1.4 « Répartition du capital social et des droits de vote de la Société ».

⁴⁷ Projet de Note d'Information, § 2.6.1 « Plan d'Actions Gratuites 2022 » et DEU [2023](#), p. 330-331.

⁴⁸ Sur 542.200 Actions gratuites attribuées en 2022, 16.000 Actions gratuites ont été annulées ou sont devenues caduques, 320.543 Actions gratuites n'ont pas été acquises du fait de conditions de performance non atteintes, et 205.657 Actions gratuites ont été définitivement acquises le 28 juillet 2024.

⁴⁹ Jusqu'au 28 juillet 2025.

⁵⁰ Proportion d'Actions gratuites devant être conservées par Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu à leur acquisition, jusqu'à la cessation de leurs fonctions respectives, conformément à l'article [L. 225-197-1](#), II du Code de commerce et à l'article 8 du Plan AGA 2022, soit 25% de leurs Actions gratuites acquises à l'issue de la période d'acquisition.

2.4.3. Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur les Actions non encore détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit :

- la totalité des Actions détenues par le public, représentant un nombre maximum de 21.653.149 Actions (§ 2.4.1) ; et
- sous déduction des 25.043 Actions Bloquées (§ 2.4.2), non visées par l'Offre, qui feront l'objet d'un contrat de liquidité⁵¹ (le « **Contrat de Liquidité** ») afin de permettre à leurs détenteurs de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour leurs Actions Bloquées qui n'ont pas pu être présentées à l'Offre, aux termes de promesses d'achat et de vente (§ 6) et au Prix de l'Offre, majoré du Complément de Prix Conditionnel s'il était dû,

soit un nombre maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 21.628.106 Actions⁵², auquel s'ajoutent, dans le financement de l'Offre, les 9.191.782 Actions acquises par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs postérieures au dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information Initial (§ 2.1.2 et § 2.6), qui bénéficieront des conditions de l'Offre, en ce compris le Complément de Prix Conditionnel.

2.5. Accords et Opérations Connexes

À l'exception du Contrat de Liquidité, l'Initiateur n'a connaissance d'aucun autre accord et n'est partie à aucun autre accord qui serait de nature à avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre⁵³.

Nous précisons que nous avons été saisis notamment au titre de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF relatif aux opérations connexes (§ 1.1), et présentons à ce titre nos commentaires dans le Rapport (§ 6).

2.6. Financement de l'Offre⁵⁴

Il est expressément stipulé dans le Projet Note d'Information⁵⁵ que les cédants ayant pris part aux Acquisitions de Blocs conclues au Prix de l'Offre Initiale de 1,10 € bénéficieront, sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et ouverte aux Actionnaires Minoritaires, d'une majoration du prix de cession de 0,15 € par Action cédée dans le cadre des Acquisitions de Blocs égale à la différence entre le Prix de l'Offre Initiale et le Prix de l'Offre, rétablissant le prix de l'ensemble des Actions cédées dans le cadre des Acquisitions de Blocs au Prix de l'Offre de 1,25 € par Action.

⁵¹ Projet de Note d'Information, 2.5.2 « Mécanisme de liquidité ».

⁵² Projet de Note d'Information, § 1 « Présentation de l'Offre » et § 2.5 « Nombre et nature des Actions visées par l'Offre ».

⁵³ Projet de Note d'Information, § 1.3 « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue ».

⁵⁴ Projet de Note d'Information, § 2.12.2 « Financement de l'Offre ».

⁵⁵ Projet de Note d'Information, § 1.1.2 (B) (c) « Acquisitions de blocs réalisées après le dépôt du premier projet de document d'offre ».

Le montant total devant être payé par l'Initiateur au titre du nombre d'Actions visées par l'Offre et de celles ayant fait l'objet des Acquisitions de Blocs, hors frais et commissions liés à l'Offre, s'établit ainsi à 38.524.860 €⁵⁶ ; dans l'hypothèse du paiement du Complément de Prix Conditionnel, ce montant serait porté à 58.557.787 €⁵⁷.

L'Offre sera financée sur les fonds disponibles en trésorerie de l'Initiateur.

3. Présentation sectorielle et du Groupe⁵⁸

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), à établir un diagnostic du Groupe à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché.

3.1. Principales caractéristiques du secteur de l'énergie durable

NHOA étant spécialisée dans les solutions de stockage et de recharge dans le secteur de l'e-Mobility (§ 3.2), notre analyse sectorielle se concentre principalement sur les caractéristiques de ces deux marchés.

3.1.1. Secteur des solutions de stockage d'énergie

3.1.1.1. Contexte général

Avec l'essor des énergies renouvelables rendu possible par les politiques menées par les gouvernements et les progrès technologiques, le stockage de l'électricité est devenu un enjeu majeur pour assurer la distribution continue de l'énergie aux consommateurs.

Les systèmes de stockage d'énergie par batterie (BESS)⁵⁹ sont des batteries rechargeables dans lesquelles l'énergie est stockée à partir du réseau électrique ou de panneaux solaires afin de transformer les sources d'énergie renouvelables intermittentes en une alimentation électrique stable. Ils sont utilisés pour améliorer l'efficacité de la chaîne énergétique, depuis la production d'électricité jusqu'à sa transmission et sa distribution, consistant à réduire les pics de demande, intégrer les sources d'énergie renouvelables, réguler la tension et la fréquence et fournir une alimentation de secours.

Les systèmes de stockage d'énergie accumulent l'électricité en utilisant des batteries spécialement conçues à cet effet, dont la segmentation par technologie se compose principalement :

- de batteries lithium-ion qui présentent une densité d'énergie et de puissance élevée, ce qui se traduit par de faibles pertes en mode veille et une durée de vie élevée ;
- de batteries à flux qui sont utilisées dans les services publics et à usage commercial et industriel ;

⁵⁶ [Nombre d'Actions visées par l'Offre : 21.628.106 Actions (§ 2.4.3) x Prix de l'Offre : 1,25 € (§ 1)] + [Acquisitions de Blocs : 9.191.782 Actions (§ 2.2) x Prix de l'Offre : 1,25 €].

⁵⁷ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 21.628.106 Actions (§ 2.4.3) x Prix de l'Offre ajusté du Complément de Prix Conditionnel : 1,90 € (§ 1)] + [Acquisitions de Blocs : 9.191.782 Actions (§ 2.2) x Prix de l'Offre ajusté du Complément de Prix Conditionnel : 1,90 €].

⁵⁸ Nos sources documentaires sectorielles figurent en **Annexe 5**.

⁵⁹ Battery energy storage system.

- de batteries plomb-acide avancées qui sont utilisées pour les véhicules autonomes en raison de leur longue durée de vie et de leur faible taux de décharge ; et
- d'autres batteries, qui comprennent les batteries à base de sodium, nickel-cadmium, nickel-métal hydrure, nickel-fer et les batteries à volant d'inertie.

La tendance du marché s'oriente vers les technologies de stockage d'énergie de longue durée (LDES)⁶⁰ qui permettent de réduire les émissions de gaz à effet de serre sur un mode économique.

À ce jour, il existe quatre principales technologies LDES :

- le stockage d'énergie électrochimique, où l'énergie est stockée dans des batteries par des conversions chimiques et électriques, offre des avantages tels que la durabilité et l'évolutivité ; il se heurte toutefois à des difficultés de durabilité des matériaux ;
- le stockage d'énergie thermique consiste à stocker l'énergie thermique afin d'équilibrer l'offre et la demande, en améliorant l'efficacité et en réduisant les émissions ; il nécessite encore, à ce jour, des progrès dans les mécanismes de conversion et la sécurité des matériaux ;
- le stockage d'énergie mécanique convertit l'énergie électrique en énergie mécanique par des systèmes tels que les centrales hydroélectriques à accumulation par pompage et les volants d'inertie ; des améliorations en termes de sécurité et de durée de stockage sont attendues sur cette technologie ;
- le stockage d'énergie chimique utilise l'hydrogène pour stocker l'énergie dans des combustibles à haute densité dérivés de diverses sources d'énergie ; ce principe renforce la résilience du réseau et offre des possibilités de réduction des émissions.

Ces technologies sont porteuses d'avantages et de défis spécifiques en matière de durabilité, d'efficacité et d'impact sur l'environnement. Elles pourraient constituer une alternative aux batteries au lithium dont l'autonomie minimale demeure un inconvénient, mais leur déploiement nécessite des avancées en matière d'innovation produit (augmentation de la densité énergétique et de l'efficacité du couple charge/décharge), l'augmentation des capacités de production (semi-automatiques et automatisées) et la réduction significative du coût des batteries LDES.

3.1.1.2. Organisation des acteurs

Les principaux fournisseurs de stockage d'énergie mondiaux sont les suivants, étant observée la prédominance des fournisseurs asiatiques et, dans une moindre mesure, américains :

⁶⁰ Long Duration Energy Storage.

Principaux fournisseurs de stockage d'énergie en 2024

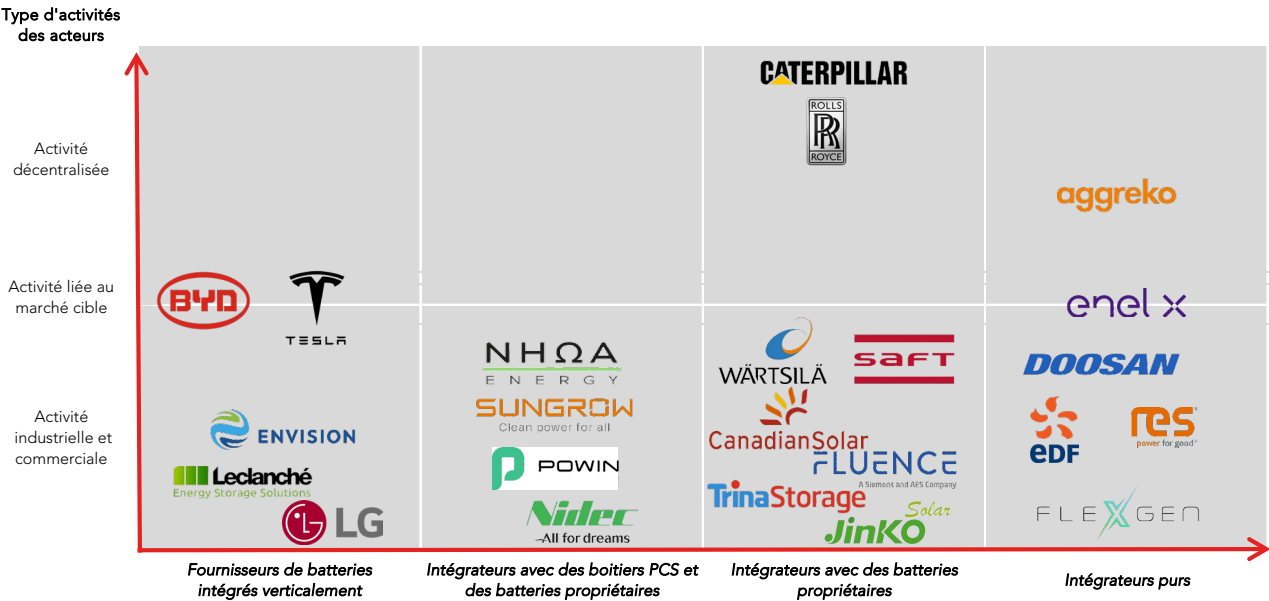
Entreprises			
BYD	Chine	NHOA Energy	Italie
CATL	Chine	Pinggao Group	Chine
CRRC Zhuzhou	Chine	Powin Energy	États-Unis
Eve Energy	Chine	REPT Battero	Chine
FlexGen Power Systems	États-Unis	Robestec / Shanghai Ronghe	Chine
Fluence	États-Unis	Saft	France
Gotion High-Tech	Chine	Samsung SDI	Corée du Sud
Hithium	Chine	Sermatec	Chine
Hyosung Heavy Industries	Corée du Sud	Sungrow	Chine
Invinity	Royaume-Uni	Tesla	États-Unis
Kehua	Chine	Trina Storage	Chine
LG Energy Solution	Corée du Sud	Wartsila	Finlande
Narada	Chine		

Source: BloombergNEF

Il convient de noter que les États sont également des acteurs importants, dans la mesure où le développement du secteur est facilité par des politiques et programmes gouvernementaux.

Il existe quatre types d'intervenants sur le secteur du stockage, qui occupent des positionnements différents sur la chaîne de valeur⁶¹ :

- les fabricants de batteries et d'onduleurs offrant des systèmes de stockage d'énergie standardisés prêts à l'emploi (LG Energy Solution, Tesla et BYD) ;
- les intégrateurs de systèmes (Fluence, Powin Energy, Wartsila et Nidec) disposant :
 - soit de boîtiers PCS⁶² propriétaires qui désignent les systèmes de conversion de courant ;
 - soit uniquement de boîtiers de batteries propriétaires ;
- les intégrateurs purement neutres sur le plan technologique.



⁶¹ Source : DEU 2023.

⁶² Professional Connector System.

3.1.1.3. *Dynamique du secteur*

La tendance mondiale en faveur des sources d'énergie renouvelables pour l'alimentation des réseaux, aggravée par la crise énergétique en Europe consécutive au conflit russo-ukrainien, a conduit à la prédominance des énergies renouvelables dans le mix énergétique. En 2023, le marché du stockage d'énergie a atteint 44,70 Md\$.

L'industrie mondiale du stockage d'énergie est estimée à 51,10 Md\$ en 2024 et à 99,72 Md\$ à horizon 2029⁶³ sous l'effet de :

- la baisse du prix des batteries, qui représente environ 60 % du coût total du système de stockage d'énergie ; les coûts des batteries lithium-ion devraient atteindre 73 \$/kWh d'ici 2030 (versus 123 \$/kWh en 2022) ;
- les politiques publiques favorables au développement des technologies de stockage, avec notamment l'utilisation de plus en plus systématique des systèmes de stockage d'énergie par les réseaux publics pour fournir de l'électricité aux consommateurs ; et
- l'évolution de la réglementation en faveur de la transition énergétique.

Cependant, l'inadéquation entre la demande et l'offre de matières premières (cobalt, lithium, nickel,...) pourrait ralentir la croissance du marché au cours des prochaines années. Avec une demande dépassant les capacités dès 2030, un montant d'investissements de 662 Md\$ au cours des vingt prochaines années est estimé nécessaire pour répondre à la demande et surmonter ces tensions d'approvisionnement.

Jusqu'à présent, le déploiement du stockage d'énergie s'est principalement concentré en Amérique du Nord, en Asie de l'Est-Pacifique et en Asie centrale, ainsi qu'en Europe, en raison des niveaux croissants de pénétration des énergies renouvelables dans l'économie et du vieillissement des infrastructures des réseaux.

Au cours des prochaines années, l'Asie-Pacifique, qui exploite principalement deux types de réseaux électriques aux caractéristiques et opportunités différentes en matière de systèmes de stockage d'énergie, continuera à dominer le marché, avec :

- d'un côté, les pays très développés comme le Japon, la Corée du Sud, la Nouvelle-Zélande et l'Australie, dotés de réseaux avancés qui fonctionnent bien et utilisent les dernières technologies ;
- d'un autre côté, certains pays souhaitant diversifier leurs sources d'énergie (Inde, Chine), qui développent encore leurs systèmes d'infrastructure fondamentaux et disposent de réseaux électriques peu fiables ou limités.

La croissance démographique et l'urbanisation rapides sont des facteurs supplémentaires de croissance en besoins en électricité.

3.1.2. *Secteur de la mobilité électrique*

3.1.2.1. *Contexte général*

Dans un contexte inflationniste des prix des carburants associé aux préoccupations liées au changement climatique et à la sécurité énergétique, la demande de véhicules électriques reste soutenue. Avec 14 millions d'unités vendues dans le monde en 2023, les véhicules électriques

⁶³ Source : Mordor Intelligence.

représentent 18 % des ventes totales de véhicules de tourisme dans le monde. La Chine, les États-Unis et l'Europe concentrent 95% de la flotte de véhicules électriques.

Le développement rapide de l'infrastructure de recharge des véhicules électriques est une condition préalable à l'expansion de l'industrie des véhicules électriques et hybrides rechargeables, et réciproquement.

Le marché de la recharge des véhicules électriques évolue, avec de nouvelles technologies, telles que la recharge multi-mégawatt, bidirectionnelle et sans fil ainsi que les modèles commerciaux de batteries associés à des offres de service.

Ce marché est également piloté par des préoccupations liées à la fiabilité de l'infrastructure et à la qualité du service. Ainsi, les progrès de la connectivité et de la numérisation dans l'industrie automobile sont de nature à influencer à l'avenir les préférences des consommateurs et leurs expériences de conduite. Les véhicules communiqueront de plus en plus avec les appareils domestiques intelligents et les smartphones, offrant par exemple aux conducteurs des mises à jour en temps réel sur le trafic et la météo. Cette tendance à la numérisation remodelera l'expérience de conduite pour répondre aux besoins de commodité et d'interconnexion que les clients exigent de plus en plus.

Enfin, les initiatives gouvernementales, comme le programme CEF AFIF⁶⁴, pour soutenir l'installation de nouvelles bornes de recharge sur le territoire, jouent un rôle déterminant.

La conception et la configuration des stations reposent sur des modules de trois catégories :

- les systèmes de recharge rapide (versions centralisées ou décentralisées) avec des modules de stockage d'énergie (libres ou conteneurisés) ;
- les structures en voûte équipées de modules photovoltaïques ; et
- les équipements de connexion réseau (transformateurs, tableaux électriques,...).

Il existe plusieurs types de stations de recharge :

- les stations de recharge ultra rapides (*ultra-fast charging stations*), qui sont installées dans des zones à espace limité ;
- les stations de recharge avec unités de stockage, qui conviennent à des sites dotés d'une large capacité d'équipements et permettant une extension future ;
- les hubs de recharge (*charging hubs*), qui concernent des projets d'infrastructures à grande échelle situés dans des endroits stratégiques (aéroports, gares, parcs de stationnements, ports, stades, centres commerciaux).

⁶⁴Le programme CEF AFIF, lancé en 2021, est un programme de financement de l'Union européenne destiné à encourager le développement des infrastructures de carburants alternatifs. Ce programme de financement vise à soutenir la construction de stations de recharge pour les véhicules électriques, de stations de ravitaillement en gaz naturel comprimé et en gaz naturel liquéfié, ainsi que de stations de ravitaillement en hydrogène et d'autres projets d'infrastructure connexes. L'objectif principal du programme CEF AFIF est d'établir un réseau complet d'infrastructures de carburants alternatifs dans toute l'Union européenne, qui permettra aux véhicules fonctionnant avec ces carburants de circuler plus librement et de réduire l'empreinte carbone du secteur des transports.

3.1.2.2. Organisation des acteurs

La décarbonisation de la mobilité a ouvert des opportunités dans la chaîne de valeur de l'énergie, apportant la génération de valeur historique des compagnies pétrolières et gazières à d'autres acteurs, anciens et nouveaux. Les services publics et les entreprises « *pure-player* » exploitent aujourd'hui la plus grande part des dispositifs de recharge publics dans le monde, tandis que les majors du pétrole et du gaz n'exploitent plus que 3 % du réseau mondial.

Le marché de la recharge dans la mobilité compte ainsi des fabricants de bornes de recharge qui intègrent leur technologie dans des interfaces numériques, ainsi que des entreprises publiques qui proposent des offres incluant différents produits et services.

Grâce à la mobilité électrique, les constructeurs automobiles peuvent accéder à une autre partie de la valeur client en investissant dans le marché de la recharge et en fournissant à leurs clients des solutions matérielles et numériques pour faciliter leur accès aux services de recharge et pour maintenir la relation client au fil du temps. Les constructeurs automobiles comme Volkswagen ont investi significativement au cours des dernières années dans des fournisseurs de solutions de mobilité (Eli).

3.1.2.3. Dynamique du secteur

Après une progression annuelle moyenne de plus de 50% sur la période 2010-2023, les ventes de voitures électriques devraient atteindre 17 millions d'unités en 2024, soit une hausse de l'ordre de 20% par rapport à 2023.

Selon les scénarios envisagés par l'Agence Internationale de l'Energie ⁶⁵ (STEPS ou APS) ⁶⁶; il est prévu des ventes de voitures électriques comprises entre 40 millions et 44 millions en 2025, puis entre 57 millions et 68 millions en 2030.

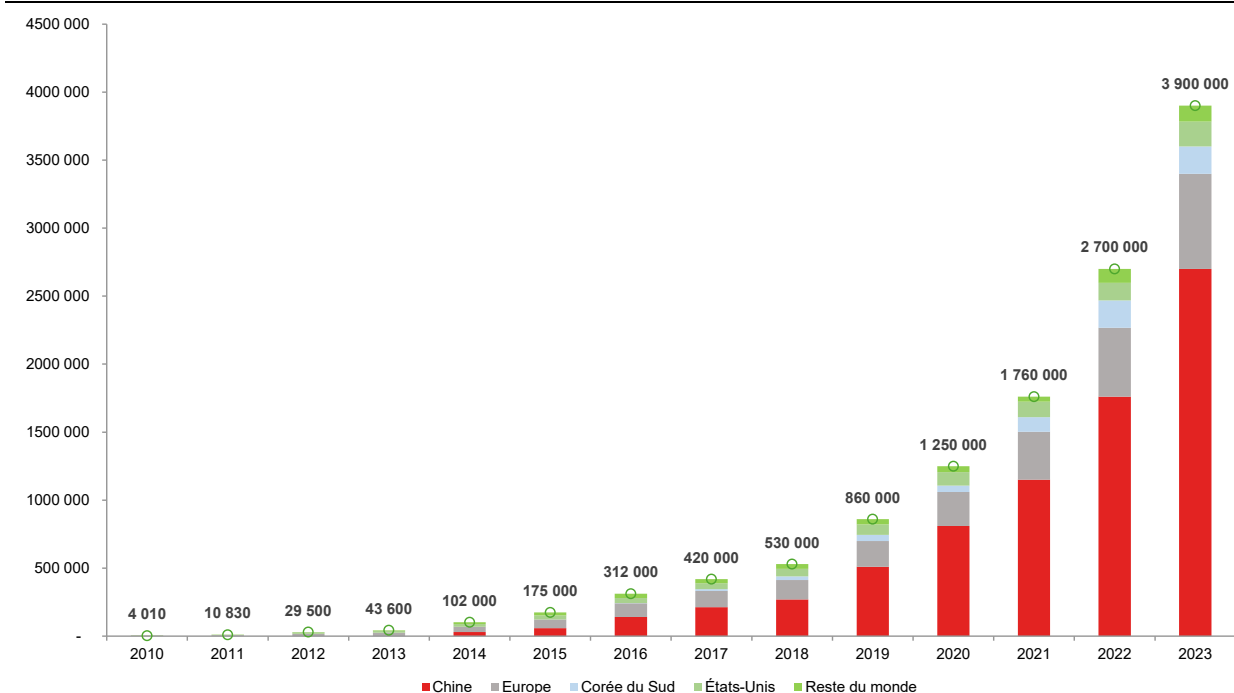
En 2023, le nombre mondial de points de charge publics installés s'établit à 3,9 millions, soit une progression de 44% par rapport à 2022 sous l'effet de politiques ciblées ; la Chine représente à elle seule près de 70% des bornes de recharge publiques installées. Le parc des chargeurs domestiques est estimé à 27 millions d'unités.

⁶⁵ International Energy Agency (IEA).

⁶⁶ Le scénario des politiques déclarées (« **Stated Policies Scenario** » ou « **STEPS** ») vise à esquisser la tendance générale de l'évolution du système énergétique en se basant sur une analyse approfondie du paysage politique actuel. Il offre une évaluation détaillée, secteur par secteur, des politiques déjà mises en place pour atteindre les objectifs déclarés ainsi que d'autres cibles liées à l'énergie. Ce scénario, qui prend en considération non seulement les politiques et mesures actuelles, mais aussi celles en cours d'élaboration, adopte une approche plus prudente pour l'avenir, ne considérant pas comme acquis l'accomplissement de tous les objectifs annoncés par les gouvernements.

Le scénario des engagements annoncés (« **Announced Pledges Scenario** » ou « **APS** »), lancé en 2021, offre une perspective sur la capacité des ambitions et des objectifs proclamés à générer les réductions d'émissions nécessaires pour atteindre des émissions nettes nulles d'ici 2050. Il intègre toutes les déclarations nationales importantes faites jusqu'à la fin d'août 2023, qu'elles concernent des objectifs à l'horizon 2030 ou des engagements à plus long terme en faveur de la neutralité carbone, qu'elles soient ancrées dans la législation ou définies dans des contributions nationales déterminées. Dans ce cadre, les pays mettent en œuvre leurs objectifs nationaux, sous contraintes de réalisation de ces objectifs et de respect des délais. Les perspectives des exportateurs de combustibles fossiles et de carburants à faibles émissions, tels que l'hydrogène, dépendent des effets de ces objectifs sur la demande mondiale. Ce scénario suppose que tous les objectifs nationaux concernant l'accès à l'électricité et à des sources d'énergie propre soient atteints pleinement et dans les délais impartis.

Évolution du nombre de recharges publiques installées dans le monde (2010-2023)



Source : IEA, analyses Ledouble.

Un accès large et abordable à l'infrastructure publique de recharge est nécessaire à l'expansion de masse du transport électrique sur des longs trajets, la plupart des recharges étant aujourd'hui effectuées à titre privé à domicile, et/ou sur les lieux de travail.

Les politiques actuelles visant des normes d'émissions plus strictes, telles que celles menées aux États-Unis et au sein de l'Union européenne, encouragent l'arrivée d'un plus grand nombre de véhicules électriques lourds, comme les camions et les bus, rendant nécessaire le déploiement de systèmes de recharge dédiés et flexibles.

En 2035, le nombre global de points de charge publics au niveau mondial devrait atteindre 25 millions d'unités, et le parc domestique 270 millions de chargeurs.

La recharge à domicile restera dominante dans le nombre total de bornes de recharge installées dans le monde jusqu'en 2050. Cependant, la recharge publique, en particulier la recharge rapide, devrait se développer pour répondre à une part croissante de la demande d'électricité des véhicules électriques privés et commerciaux.

Le secteur reste néanmoins confronté à un contexte économique et financier incertain ; certains constructeurs automobiles rencontrent des difficultés à produire des véhicules électriques à des prix suffisamment compétitifs par rapport aux véhicules thermiques et, dès lors, ont revu à la baisse leurs objectifs à court terme.

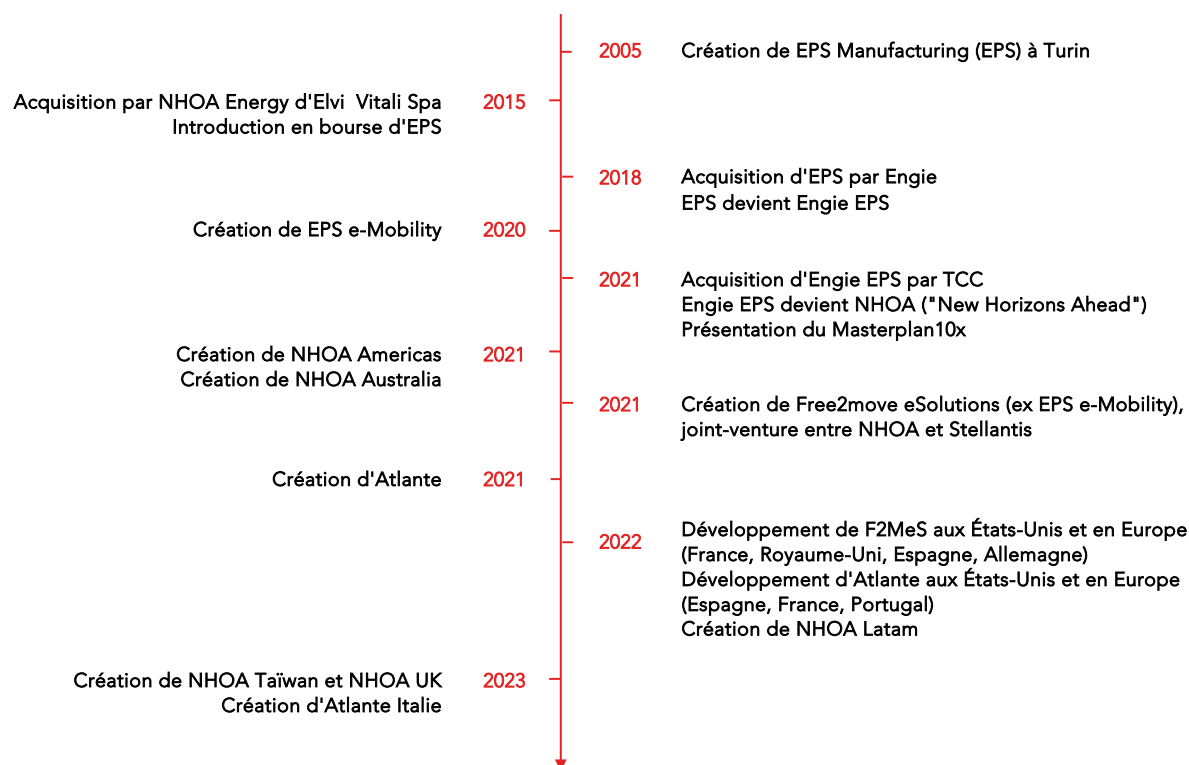
Le secteur est, par ailleurs, dépendant des plans d'investissements des États orientés vers la transition écologique ; à cet égard, le contexte politique, tant en Europe (objectifs d'assouplissement des objectifs de réduction des émissions de CO₂ des véhicules et réexamen de l'interdiction des ventes de véhicules à combustion interne) qu'aux États-Unis (élections présidentielles en novembre 2024) s'avère incertain.

Le modèle économique des acteurs du secteur reste fragile, avec la difficulté pour les entreprises à délivrer une rentabilité durable dans un contexte concurrentiel qui s'intensifie.

3.2. Positionnement du Groupe

3.2.1. Facteurs historiques de croissance et de développement

Depuis sa création, le Groupe a fondé sa stratégie d'expansion sur sa capacité à favoriser la transition énergétique en maîtrisant l'intermittence des sources d'énergie renouvelables.



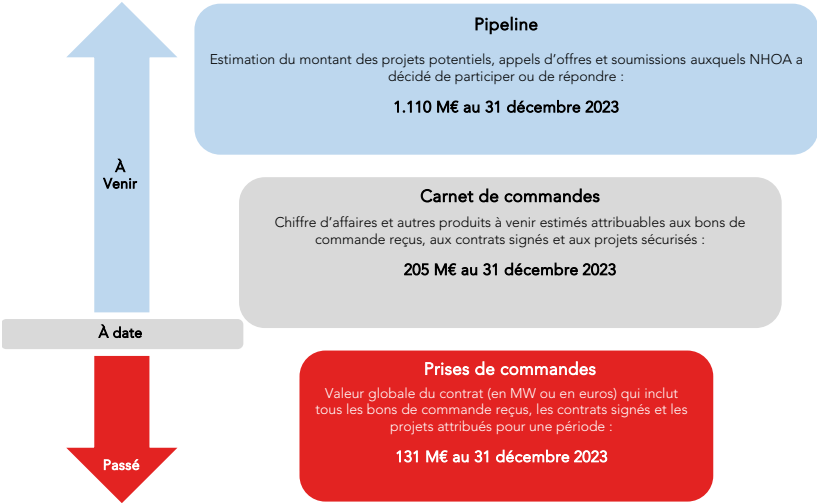
3.2.2. Activités du Groupe

NHOA, dans le secteur de l'énergie durable, est spécialisée dans les solutions de stockage et d'e-Mobility autour de trois activités (*Business Units* ou « BU »).

- la BU Energy Storage, représentée par NHOA Energy (« **Activité Stockage d'énergie** » ou « **NHOA Energy** »), offre, dans quatre zones géographiques (Amériques, Asie, Australie-Pacifique et EMEA) :
 - des solutions de stockage conçues pour soutenir les réseaux de transmission et de distribution face à la pénétration croissante de sources renouvelables intermittentes ; et
 - des solutions de stockage distribuées pour répondre aux besoins de durabilité, d'accessibilité et de fiabilité des secteurs industriels et de producteurs d'électricité ;
- la BU e-Mobility (« **Activité e-Mobility** »), représentée par sa *joint-venture* avec Stellantis Free2move eSolutions (« **F2MeS** »), propose des solutions et des technologies innovantes pour la recharge des véhicules électriques, et développe la technologie permettant l'échange d'énergie entre les véhicules et le réseau électrique. Elle est structurée en deux segments :
 - les ventes directes qui concernent des solutions de recharge en courant alternatif et continu pour les clients de véhicules électriques particuliers et professionnels et les infrastructures de recharge publiques (EasyWallbox et eProWallbox) ; et

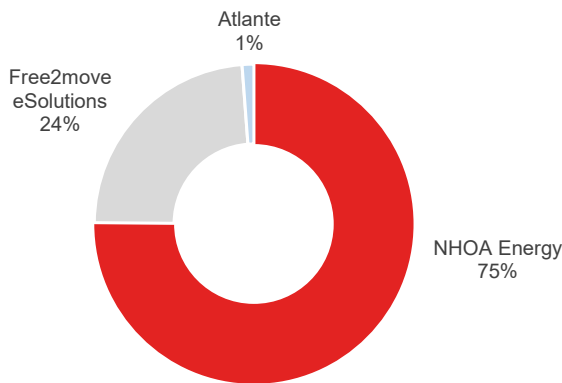
- les services énergétiques avancés qui regroupent l'ensemble des solutions technologiques visant à exploiter l'utilisation des véhicules en stationnement pour stabiliser le réseau électrique, et offrant aux clients la possibilité de profiter du potentiel de gestion énergétique des véhicules électriques (eSolutions Charging App, Charge Point Management System, eMSP, eCommerce et Partner Portal) ;
- la BU EV Fastcharging Infrastructure (« **Activité Infrastructure de recharge électrique** »), représentée par Atlante (« **Atlante** »), développe depuis 2021 un ensemble complet de plateformes/solutions numériques visant à gérer et exploiter un réseau de stations de recharge associé également à des systèmes de stockage et photovoltaïques, et prêt à fournir de la flexibilité et des services aux opérateurs du système (Atlante EMS et Remote O&M platform).

Au 31 décembre 2023, l'articulation entre le pipeline, le carnet de commandes et la prise de commandes peut se résumer comme suit⁶⁷ :

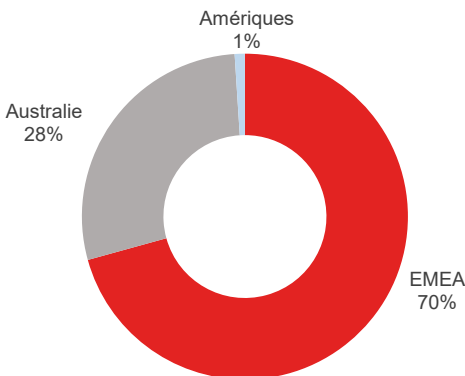


Au 31 décembre 2023, la répartition du chiffre d'affaires par activité souligne le poids de la BU Energy Storage au travers de NHOA Energy. Géographiquement, la zone EMEA reste prépondérante dans le carnet de commandes.

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition du carnet de commandes par zone géographique



Source : DEU 2023

⁶⁷ Source : Société.

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données ci-après sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS⁶⁸, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Dans le cadre du plan stratégique à moyen terme (Masterplan10x⁶⁹ à horizon 2025 et 2030) et de la nouvelle organisation mise en œuvre avec la création d'Atlante en 2021, le Groupe a instauré un nouveau format de *reporting* financier autour de ses trois *Business Units* : NHOA Energy, Free2move eSolutions et Atlante (§ 3.2.2).

Les performances du Groupe de 2019 à 2023 ainsi que sur le premier semestre 2024, en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.3.1), ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024 (§ 3.3.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.3.3), sont présentés ci-après.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité du Groupe ont connu l'évolution suivante au cours des cinq derniers exercices et du premier semestre de l'exercice en cours⁷⁰ :

Compte de résultat						
K€	2019	2020	2021	2022	2023	juin-24
Chiffre d'affaires	19 684	10 798	27 860	164 220	272 180	123 971
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.a.</i>	<i>(45,1%)</i>	<i>158,0%</i>	<i>489,4%</i>	<i>65,7%</i>	<i>7,2%</i>
Autres produits (y compris événements non récurrents)	521	254	2 348	1 466	1 166	357
Coûts des biens et services vendus	(14 857)	(7 221)	(24 167)	(150 627)	(218 143)	(92 823)
Marge brute	5 348	3 831	6 041	15 059	55 203	31 506
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>27,2%</i>	<i>35,5%</i>	<i>21,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>20,3%</i>	<i>25,4%</i>
Frais de personnel	(6 667)	(7 775)	(14 733)	(30 617)	(46 404)	(26 512)
Autres charges d'exploitation	(2 317)	(2 937)	(4 511)	(17 383)	(23 151)	(11 843)
EBITDA (hors stock-options et plan d'intéressement y compris événements non récurrents)	(5 730)	(8 425)	(13 203)	(32 941)	(14 352)	(6 849)
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>(29,1%)</i>	<i>(78,0%)</i>	<i>(47,4%)</i>	<i>(20,1%)</i>	<i>(5,3%)</i>	<i>(5,5%)</i>
Amortissements	(2 985)	(3 326)	(4 889)	(7 022)	(11 141)	(7 702)
Pertes de valeur et autres provisions	(3 592)	(1 509)	(579)	(5 977)	(1 710)	(1 297)
Charges non-récurrentes et coûts d'intégration	(1 573)	(570)	(4 045)	(2 828)	(4 489)	(653)
Plan d'intéressement	(1 206)	(825)	(5 204)	(1 596)	(3 709)	(854)
Résultat opérationnel	(15 088)	(14 654)	(27 921)	(50 364)	(35 401)	(17 356)
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>(76,6%)</i>	<i>(135,7%)</i>	<i>(100,2%)</i>	<i>(30,7%)</i>	<i>(13,0%)</i>	<i>(14,0%)</i>
Résultat financier	(312)	(91)	(509)	(3 851)	(6 023)	(3 889)
Impôts sur les sociétés	756	(70)	11	1 971	(4 647)	(689)
Résultat net	(14 644)	(14 815)	(28 419)	(52 244)	(46 071)	(21 934)
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>(72,5%)</i>	<i>(134,0%)</i>	<i>(94,1%)</i>	<i>(31,5%)</i>	<i>(16,9%)</i>	<i>(17,6%)</i>

Source : Société

3.3.1.1. Chiffre d'affaires

Sur la période 2019 à 2023, le chiffre d'affaires du Groupe a enregistré une croissance moyenne annualisée (« **CAGR** ») de 93%.

À partir de 2021, le Groupe s'est structuré en trois *Business Units* avec l'expansion de ses activités liées à l'e-Mobilité (Free2move eSolutions) et la création d'Atlante (§ 3.2.1).

⁶⁸ International Financial Reporting Standards.

⁶⁹ Les projections du Masterplan10x, dont la première version est en date du 23 juillet 2021, font depuis lors l'objet d'une révision annuelle.

⁷⁰ Source : DEU 2019 à 2023, RA S1 2024, communiqués de presse.

Répartition du chiffre d'affaires

K€	2020	2021	2022	2023	juin-24
NHOA Energy	7 225	14 652	153 012	204 492	90 081
Var en %		102,8%	944,3%	33,6%	
Free2move eSolutions	2 713	13 188	10 680	64 454	31 445
Var en %		386,1%	-19,0%	503,5%	
Autres activités non principales	860	21	0	0	0
Var en %		-97,6%			
Atlante	0	0	528	3 234	2 445
Var en %				512,5%	
Total chiffre d'affaires	10 798	27 860	164 220	272 180	123 971
Var en %	-45,1%	158,0%	489,4%	65,7%	

Source : Société

En 2020, le Groupe présentait la répartition de chiffre d'affaires par ligne de produit : Stock Giga, Solutions industrielles, eMobility et Autres activités non principales.

L'évolution du chiffre d'affaires sur les deux dernières années met en évidence :

- la part prépondérante de NHOA Energy (75% du chiffre d'affaires en 2023), dont la progression est soutenue par l'origination et l'exécution de nombreux projets à l'échelle mondiale ;
- la contribution croissante de l'Activité e-Mobilité, avec la mise en place en 2021 de la *joint-venture* Free2move eSolutions entre NHOA et Stellantis, qui bénéficie de l'électrification des distributeurs Stellantis en Amérique du nord et de l'accélération du taux de pénétration des dispositifs de recharge résidentiels pour véhicules électriques en Europe ; et
- la montée en puissance d'Atlante, dédiée à l'infrastructure de charge rapide et ultra-rapide pour véhicules électriques.

Au 31 décembre 2023, avec environ 850 MWh de projets en ligne et plus de 1 GWh de projets en construction, soit au total environ 1,9 GWh, le carnet de commandes de NHOA Energy s'élève à 205 M€ (-32% par rapport à 2022) ; le pipeline de NHOA Energy est stable à 1 Md€ (§ 3.2.2). Free2move eSolutions enregistre un carnet de commandes d'environ 24 M\$⁷¹.

Analysée sur la dernière période semestrielle, la progression du chiffre d'affaires à 124 M€ au premier semestre 2024 versus 116 M€ au premier semestre 2023 (+7,2%) confirme ces tendances ; la Société indique néanmoins que la baisse constatée des prix des batteries se traduit par une diminution de la valeur des contrats pour NHOA Energy.

Au 30 juin 2024, le carnet de commandes de NHOA Energy s'élève à 141 M€ avec les projets en Australie et dans la région EMEA, en baisse de 33% par rapport au premier semestre 2023 en raison de la surabondance de batteries qui a conduit à une diminution rapide des prix des systèmes dans l'ensemble de l'industrie ; sous l'effet de l'accélération des activités d'origination, le pipeline de NHOA Energy s'élève à près de 2 Md€.

⁷¹ Le carnet de commandes désigne le chiffre d'affaires estimé à venir et les autres produits à venir attribuables aux bons de commandes reçus, aux contrats signés et aux projets sécurisés et aux contrats de développement de projets sécurisés par un CAE (*Power Purchase Agreement* dit PPA) dont la valeur convenue est un prix au kWh d'électricité et une quantité de MW à installer. Le pipeline désigne l'estimation, à date, du montant des projets potentiels, appels d'offres et soumissions auxquels NHOA a décidé de participer ou de répondre. Source : DEU [2023](#), p. 8 et p. 13.

3.3.1.2. Profitabilité opérationnelle

La tendance favorable de l'évolution de la marge d'EBITDA, qui reste toutefois encore négative, s'explique par les bonnes performances opérationnelles de NHOA Energy et de Free2move eSolutions, en particulier sur le marché américain, qui ont permis de compenser :

- la hausse des dépenses d'exploitation et des frais de personnel en lien avec les investissements réalisés par NHOA, en termes de personnel et d'empreinte industrielle, pour exécuter le carnet de commandes et les contrats ;
- la montée en puissance de l'Activité e-Mobilité qui se traduit par une structure de coûts de démarrage pour Atlante.

Pour mémoire :

- la dégradation de l'EBITDA constatée en 2021 est principalement due⁷² :
 - à l'effet comptable de l'application de la norme IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec des clients », qui requiert la reconnaissance de certaines marges sur les projets à la fin de la phase d'achèvement, et a pour effet de réduire la marge brute et l'EBITDA pendant les premiers mois d'exécution du projet ; les projets Synergy et Fast Reserve, qui étaient à un stade précoce d'exécution au 31 décembre 2021, ont été concernés ;
 - à l'augmentation des charges d'exploitation et de personnel liée aux efforts réalisés en termes de recrutement de personnel et d'empreinte industrielle afin de supporter le déploiement du carnet de commandes sur l'exercice 2022 ;
- l'EBITDA a diminué de 149,5% en 2022, sous l'effet des coûts de lancement d'Atlante et du ralentissement temporaire de l'activité e-Mobility⁷³.

Il ressort une rentabilité opérationnelle, exprimée en marge d'EBITDA, positive de NHOA Energy et Free2move eSolutions en 2023 de respectivement 7,4 M€ et 5,0 M€, tandis qu'Atlante enregistre une perte opérationnelle de 18,2 M€ qui reflète la phase de démarrage de cette entité et ses investissements en termes de personnel, de technologie et d'outils nécessaires à la mise en place de la plateforme de développement⁷⁴.

3.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024 se résume comme suit.

⁷² Source : DEU [2021](#), p. 299.

⁷³ La dégradation de la marge brute en 2022 (9,2% versus 21,7% en 2021 et 20,3% en 2023) est en outre notamment imputable à celle de Energy Storage, qui a été affectée par une contribution inhabituelle de travaux de génie civil et d'activités d'interconnexion à plus faible marge.

⁷⁴ Les activités corporate du Groupe se soldent par un EBITDA négatif de 8,7 M€, portant l'EBITDA consolidé à (14,3) M€.

Bilan simplifié

K€	déc-23	juin-24
Goodwill	10 099	10 099
Immobilisations incorporelles	24 609	29 197
Immobilisations corporelles	102 950	133 647
<i>Actif immobilisé</i>	<i>137 658</i>	<i>172 943</i>
Autres actifs non courants	47	-
Actifs du contrat	6 512	23 365
BFR	7 088	(10 690)
Impôts différés nets	(893)	113
<i>Actif économique</i>	<i>150 412</i>	<i>185 731</i>
Emprunts et dettes financières	(154 207)	(74 750)
Trésorerie et équivalents trésorerie	238 901	118 860
<i>Endettement net comptable</i>	<i>84 694</i>	<i>44 110</i>
Actifs financiers courants	29 603	14 061
Actifs financiers non courants	7 709	4 593
Provisions	(4 042)	(4 758)
Intérêts minoritaires	(2 142)	(2 781)
<i>Ajustement de l'endettement net comptable</i>	<i>31 128</i>	<i>11 116</i>
Dépôts de garantie CEF	9 044	9 114
Dettes CEF	(11 150)	(10 090)
<i>Impact CEF</i>	<i>(2 106)</i>	<i>(976)</i>
Droits d'utilisation	18 963	25 660
Dettes de location	(19 807)	(26 239)
<i>Impact de la norme IFRS 16</i>	<i>(844)</i>	<i>(579)</i>
Actif net - part du Groupe	263 284	239 403

Source : Société, analyses Ledouble

L'analyse des lignes du bilan est présentée, ci-après, au 30 juin 2024 versus au 31 décembre 2023.

3.3.2.1. Goodwill

Les écarts d'acquisition (goodwill), d'un montant net de 10.099 K€ au 30 juin 2024 et au 31 décembre 2023, concernent :

- les acquisitions d'Atlante Infra Portugal et d'Atlante Italia réalisées par le Groupe en 2023 (8.530 K€) ; ces opérations n'ont pas pu être allouées dans le cadre du processus d'allocation du prix d'acquisition (*Purchase Price Allocation*) conformément à la norme IFRS 3 « Regroupement d'entreprises » ; et
- l'acquisition de NHOA Energy (1.569 K€).

Les écarts d'acquisition sont soumis à des tests de dépréciation en cas de survenance d'indices de pertes de valeur, et au moins annuellement ; aucune dépréciation n'a été comptabilisée au 30 juin 2024.

3.3.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 29.197 K€ au 30 juin 2024 *versus* 24.609 K€ au 31 décembre 2023, comprennent :

- les coûts de développement (21.292 K€ *versus* 17.618 K€) concernant l'Activité Stockage d'énergie, avec notamment des projets de contrôle et de surveillance et des projets de technologie de conversion d'énergie et de stockage, ainsi que l'Activité e-Mobility (projets Charging Platform et Commercial Platform) ;
- les logiciels (4.546 K€ *versus* 3.503 K€) ;
- les autres immobilisations incorporelles (2.740 K€ *versus* 2.942 K€) ; et
- les brevets et licences (620 K€ *versus* 546 K€).

3.3.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 133.647 K€ au 30 juin 2024 *versus* 102.950 K€ au 31 décembre 2023, hors droits d'utilisation (§ 3.3.2.14), sont principalement constituées :

- des immobilisations en cours (69.344 K€ *versus* 53.660 K€) qui concernent la construction de l'usine V2G Drossone située à Mirafiori de Free2move eSolutions et des stations de recharge d'Atlante ;
- des installations machines et de matériel technique (60.018 K€ *versus* 46.124 K€) ;
- des immeubles et terrains (3.115 K€ *versus* 1.945 K€) ;
- du matériel de bureau et informatique (1.114 K€ *versus* 1.146 K€) ; et
- d'autres immobilisations corporelles (57 K€ *versus* 75 K€).

3.3.2.4. Actif immobilisé

L'actif immobilisé cumule les immobilisations incorporelles (dont le goodwill) et les immobilisations corporelles hors droits d'utilisation⁷⁵ et se ventile par *Business Unit* comme suit⁷⁶ :

Immobilisations incorporelles	
K€	juin-24
NHOA Energy	15 219
F2MeS	8 530
Atlante	14 734
Corporate	813
Immobilisations incorporelles	39 296

⁷⁵ Les droits d'utilisation ont été alloués par BU à hauteur de 8,4 M€ pour NHOA Energy, 5,9 M€ pour F2MeS, 10,5 M€ pour Atlante et 0,9 M€ pour l'activité *corporate*, soit au total 25,7 M€ (§ 3.3.2.14).
⁷⁶ Source : RA S1 [2024](#), p. 62-66.

Immobilisations corporelles nettes des droits d'utilisation

K€	juin-24
NHOA Energy	1 853
F2MeS	12 090
Atlante	106 880
Corporate	12 825
Immobilisations corporelles nettes des droits d'utilisation	133 647

L'actif immobilisé, dont le montant s'établit à 172.943 M€ au 30 juin 2024, s'analyse comme suit :

Actif immobilisé

K€	juin-24
NHOA Energy	17 072
F2MeS	20 620
Atlante	121 614
Corporate	13 638
Actif immobilisé	172 943

3.3.2.5. Actifs constitués de contrats

Les actifs constitués de contrats correspondent à des contrats dont la reconnaissance des revenus est en cours ; les revenus des contrats de NHOA Energy sont reconnus à l'avancement lorsque les critères prévus par la norme IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec des clients » sont remplis⁷⁷.

Le montant des actifs constitués de contrats progresse de 6.512 K€ au 31 décembre 2023 à 23.365 K€ au 30 juin 2024 sous l'effet de deux projets démarrés au premier semestre 2024 (EKU au Royaume-Uni pour 9,7 M€ et Blyth en Australie pour 7,2 M€).

3.3.2.6. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) d'exploitation, présenté ci-après de façon simplifiée, s'établit à (10.690) K€ au 30 juin 2024 versus 7.088 M€ au 31 décembre 2023.

BFR		
M€	déc-23	juin-24
Stocks	18 642	17 488
Clients	40 743	27 729
Fournisseurs*	(35 833)	(50 475)
Créances et dettes fiscales et sociales	7 159	6 320
Autres créances et dettes	(23 623)	(11 752)
BFR	7 088	(10 690)
% du chiffre d'affaires (LTM)	2,6%	(3,8%)

* Nets des avances fournisseurs (17 997 K€) et des obligations locatives à court terme (4 251 K€)

Source : Société, analyses Ledouble

3.3.2.7. Impôts différés actifs et passifs

Les impôts différés, dont le solde net actif ressort à 113 M€⁷⁸ au 30 juin 2024 versus un solde net passif de 893 M€⁷⁹ au 31 décembre 2023, se rattachent essentiellement aux passifs d'impôts différés

⁷⁷ Source : RA S1 2024, p. 46.

⁷⁸ IDP : 866 K€ - IDA : 979 K€ (Autres actifs non courants).

⁷⁹ IDP : 921 K€ - IDA : 28 K€ (Actifs d'impôts différés).

(IDP) et aux actifs d'impôts différés (IDA) comptabilisés dans le cadre de la répartition du prix d'achat d'Atlante Infra Portugal, de NHOA Energy et de NHOA Australia.

3.3.2.8. *Endettement financier net*

Les dettes financières, d'un montant de 74.750 K€ au 30 juin 2024 *versus* 154.207 K€⁸⁰ au 31 décembre 2023, correspondent essentiellement à des emprunts bancaires court terme et des lignes de crédit à court et moyen-long terme. Elles sont en net recul avec le remboursement au cours du premier semestre 2024 des lignes de crédit accordées par Société Générale et des emprunts contractés auprès de TCEH ; sur la même période, le Groupe a obtenu plusieurs lignes de crédit pour financer ses besoins en fonds de roulement.

L'option de vente visant à acquérir les 40 % non encore détenus dans Atlante Infra Portugal a été exercée en avril 2024 pour un montant de 4,6 M€⁸¹.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (118.860 K€ *versus* 238.901 K€), l'endettement financier net comptable se solde par une trésorerie nette à hauteur de 44.110 K€ au 30 juin 2024 *versus* 84.694 K€ au 31 décembre 2023.

3.3.2.9. *Actifs financiers courants*

Les actifs financiers courants, d'un montant de 14.061 K€ au 30 juin 2024 *versus* 29.603 K€ au 31 décembre 2023, se composent d'investissements en liquidités dans des obligations d'État (10.112 K€ *versus* 10.016 K€), de garanties en espèces (3.949 K€ *versus* 18.600 K€) et d'autres prêts (0 K€ *versus* 987 K€).

3.3.2.10. *Actifs financiers non courants*

Les actifs financiers non courants, d'un montant de 4.593 K€ au 30 juin 2024 *versus* 7.709 K€ au 31 décembre 2023, correspondent principalement à des actifs financiers (dépôts de garantie et garanties en espèces).

3.3.2.11. *Provisions*

Les provisions, d'un montant de 4.758 K€ au 30 juin 2024 *versus* 4.042 K€ au 31 décembre 2023, regroupent :

- les provisions pour avantages au personnel (2.550 K€ *versus* 2.218 K€) ; et
- les provisions pour contrats déficitaires courantes (892 K€ *versus* 1.150 K€) et non courantes (1.317 K€ *versus* 674 K€).

3.3.2.12. *Intérêts minoritaires*

Les participations ne donnant pas le contrôle, d'un montant net de 2.781 K€ au 30 juin 2024 *versus* 2.142 K€ au 31 décembre 2023, concernent la *joint-venture* Free2move eSolutions⁸² (2.291 K€) et la *joint-venture* Alpis⁸³, entité du périmètre Atlante (490 K€).

⁸⁰ DEU 2023, p. 345. Lignes de crédit court terme : 75.500 K€ + Emprunts court terme : 66.647 K€ + Lignes de crédit moyen-long terme : 6.912 K€ + Option de vente Atlante Infra Portugal : 5.149 K€.

⁸¹ En 2023, un passif financier d'un montant de 5,15 M€ a été comptabilisé au titre de l'option de vente découlant de l'acquisition de 60 % de Kilometer Low Cost Infra S.A. (désormais Atlante Infra Portugal), qui comprend une option sur les 40 % restants du capital de la société détenus par les actionnaires minoritaires.

⁸² Aux côtés de Stellantis.

⁸³ Aux côtés de la Banque des Territoires (Groupe Caisse des Dépôts).

3.3.2.13. *Autres actifs et passifs financiers non courants liés à CEF AFIF*

Les autres actifs financiers non courants, d'un montant de 9.114 K€ au 30 juin 2024 *versus* 9.044 K€ au 31 décembre 2023, concernent les dépôts de garantie nécessaires à l'obtention d'un prêt par Atlante auprès d'Intesa dans le cadre du programme de cofinancement européen CEF AFIF visant à développer des infrastructures de carburants alternatifs dans toute l'Union européenne (§ 3.1.2.1).

Les autres passifs financiers courants et non courants, d'un montant de 10.090 K€ au 30 juin 2024 *versus* 11.150 K€ au 31 décembre 2023, sont liés à la subvention accordée par l'Union européenne dans le cadre du programme CEF AFIF.

3.3.2.14. *Droits d'utilisation IFRS 16⁸⁴ et dettes de location*

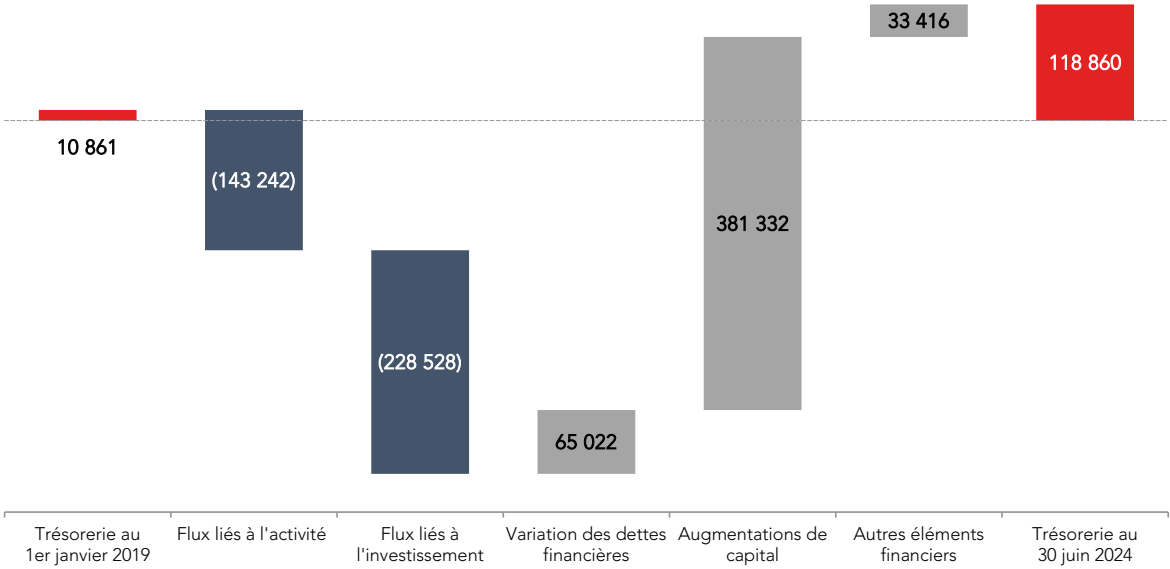
Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 25.660 K€ au 30 juin 2024 *versus* 18.963 K€ au 31 décembre 2023, portent principalement sur des contrats de location d'installations industrielles ainsi que de baux immobiliers⁸⁵.

En regard, la dette de loyers s'établit à 26.239 K€ au 30 juin 2024 *versus* 19.807 K€ au 31 décembre 2023.

3.3.3. *Flux de trésorerie*

L'analyse des flux de trésorerie depuis 2019 révèle que les augmentations de capital et dans une moindre mesure le recours à l'endettement financier ont permis de financer les investissements et les pertes d'exploitation.

Flux de trésorerie du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2024 (K€)



Source : Société, analyses Ledouble

⁸⁴ La norme IFRS 16 « Contrats de location » requiert de retraiter les engagements de redevances à la fois au bilan (droits d'usage à l'actif / obligations locatives au passif) et au compte de résultat (ventilation de la redevance en une charge d'amortissement et une charge financière).

⁸⁵ Source : Société.

3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe que nous avons relevées ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
- Capacité du Groupe à développer des solutions et des technologies en interne - Progression de NHOA Energy et essor du nombre de ses projets à l'échelle mondiale - Nette amélioration de la marge EBITDA sur les 5 dernières années - Forte croissance du CA sur les 5 dernières années - Présence de TCC au capital en tant qu'actionnaire majoritaire - Présence à l'international - Partenariat avec Stellantis dans l'e-Mobility - Structure financière relativement stable ; situation de trésorerie nette	- Rentabilité encore fragile avec une marge d'EBITDA toujours négative - Capacité de trésorerie limitée - Taille modeste par rapport à d'autres acteurs importants du marché - Compétitivité difficile à maintenir face aux prix des voitures thermiques
Opportunités	Menaces
- Essor des énergies renouvelables dans le mix énergétique mondial appuyé notamment par la crise énergétique en Europe - Croissance de l'Activité Stockage d'énergie et de l'Activité e-Mobilité - Politiques publiques favorables au marché ; les États jouent un rôle central en subventionnant et en mettant en œuvre des programmes pour stimuler son développement. - Large potentiel de développement dans de nouvelles technologies liées à l'optimisation des réseaux et des batteries à recharge rapide	- Risque de ralentissement des perspectives de croissance sur les ventes de véhicules électriques - Concurrence importante notamment chinoise avec un nombre significatif d'acteurs industriels - Risque technologique avec le développement de solutions de stockage et de modes de transport alternatifs - Tensions d'approvisionnement en matière première - Préoccupations liées à la fiabilité et la qualité du service - Secteurs dépendants des plans d'investissements des États et donc du contexte politique

4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.4 à § 4.7) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère ainsi que les primes ou décotes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 4.8).

4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

NHOA établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de NHOA au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés du Groupe au titre du premier semestre 2024 ont fait l'objet d'un examen limité sur l'information financière semestrielle⁸⁶ par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, la régularité et la sincérité des comptes semestriels consolidés et l'image fidèle qu'ils donnent du patrimoine et de la situation financière à la fin du semestre ainsi que du résultat du semestre écoulé de l'ensemble constitué par les personnes et entités comprises dans la consolidation.

Les comptes semestriels statutaires au titre du premier semestre 2024 ont fait l'objet d'un audit par l'un des commissaires aux comptes, dont l'avis, formulé dans le rapport d'audit à l'attention du Directeur Général de la Société, est que les comptes semestriels présentent sincèrement, dans tous leurs aspects significatifs et au regard des règles et principes comptables français, le patrimoine et la situation financière de NHOA au 30 juin 2024 ainsi que le résultat de ses opérations pour la période écoulée.

4.1.2. Date et paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés du premier semestre 2024, qui sont les derniers comptes consolidés publiés à ce jour, servent de référence aux données financières historiques que nous avons utilisées, notamment pour déterminer le montant de l'endettement financier net (§ 4.1.6).

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse est le 12 juin 2024, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre (la « **Date de Référence** ») (§ 1).

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation et les multiples boursiers ont été déterminés en fonction des données de marché au 30 septembre 2024.

⁸⁶ RA S1 [2024](#), premières pages.

4.1.3. Nombre d'Actions

Nous avons retenu pour l'Évaluation Multicritère le nombre d'Actions composant le capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information.

Le nombre total d'Actions ressort à 275.402.417 Actions (§ 2.4.1).

4.1.4. Obligations locatives et impact de la norme IFRS 16

La modélisation des flux prévisionnels de trésorerie intègre l'incidence des engagements de location du Groupe. En conséquence, le passage de la valeur d'entreprise (« **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») à la valeur des capitaux propres du Groupe exclut les dettes financières liées à ces engagements (§ 4.1.6).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.6), nous avons déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16⁸⁷, et avons exclu les obligations locatives du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe.

4.1.5. Déficits fiscaux

NHOA dispose au 30 juin 2024 d'un stock de déficits reportables d'un montant total de 220,3 M€.

Les déficits reportables activés⁸⁸ étant intégrés dans le calcul de l'impôt du Plan d'Affaires de la Société (§ 4.1.7), aucun retraitement n'a été effectué pour l'évaluation intrinsèque dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe (§ 4.5).

L'analyse des comptes consolidés des Comparables Boursiers nous a conduits à considérer que les déficits fiscaux étaient intégrés dans les capitalisations boursières de ces derniers (§ 4.6).

4.1.6. Endettement financier net

L'Évaluation Multicritère de l'Action se fonde sur un endettement net au 30 juin 2024, qui s'intercale entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Afin de tenir compte des spécificités des méthodes que nous avons mises en œuvre, nous avons retenu un endettement net différencié pour chacune d'entre elles.

⁸⁷ Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données, étant précisé que quatre sociétés de notre échantillon sont américaines (**Annexe 8**) et que, par conséquent, nous n'avons pas eu à procéder en ce qui les concerne à des retraitements au niveau du compte de résultat, dans la mesure où la norme ASC 842 prévoit d'intégrer les charges de location dans l'EBITDA (§ 4.6.2).

⁸⁸ Montant figurant à l'actif du bilan dans les créances d'impôts différés actif.

4.1.6.1. Endettement financier net en valorisation intrinsèque

Pour la valorisation intrinsèque du Groupe, nous avons ajusté la trésorerie nette comptable au 30 juin 2024, d'un montant de 44.110 K€ (§ 3.3.2.8) :

- de la subvention au titre du programme CEF AFIF (10.090 K€) (§ 3.3.2.13) ;
- des provisions pour avantages au personnel (2.550 K€) nettes d'impôts différés actif (659 K€), soit un montant net de 1.891 K€ (§ 3.3.2.11) ;
- des provisions pour contrats déficitaires (2.208 K€) (§ 3.3.2.11) ;
- des intérêts minoritaires pour la part ne concernant pas la *joint-venture* Free2move eSolutions⁸⁹ (490 K€) (§ 3.3.2.12) ;
- des placements en trésorerie (10.112 K€) (§ 3.3.2.9) ;
- des dépôts de garantie au titre du programme CEF AFIF (9.114 K€) (§ 3.3.2.13) ; et
- des garanties en espèces sur les contrats en cours d'exécution long terme (4.593 K€) (§ 3.3.2.10) et court terme (3.949 K€) (§ 3.3.2.9) ;

Il s'ensuit une trésorerie financière nette ajustée en valorisation intrinsèque d'un montant de 57.198 K€ :

Trésorerie financière nette ajustée - DCF

K€	
Emprunts et dettes financières	(74 750)
Trésorerie et équivalents trésorerie	118 860
Trésorerie nette comptable	44 110
Dettes CEF	(10 090)
Provisions indemnités retraites nettes d'impôt	(1 891)
Provisions pour contrats déficitaires	(2 208)
Intérêts minoritaires hors F2MeS	(490)
Placements de trésorerie	10 112
Dépôts de garanties CEF	9 114
Garantie en espèce sur contrats - long terme	4 593
Garantie en espèce sur contrats - court terme	3 949
Trésorerie financière nette ajustée	57 198

⁸⁹ La valorisation du Groupe intègre la valeur de F2MeS à proportion de la quote-part de 49,9% détenue par NHOA dans cette *joint-venture* (§ 1) ; nous n'avons pas trouvé matière à revaloriser les intérêts minoritaires concernant Alpis, d'un montant de 490 K€ (§ 3.3.2.12).

4.1.6.2. Endettement financier net en valorisation analogique par les Comparables Boursiers

La trésorerie financière nette de 61.298 K€ que nous retenons en valorisation analogique correspond à la trésorerie financière nette en valorisation intrinsèque (57.198 K€) hors provisions pour indemnités de retraites nettes d'impôts (1.891 K€) et provisions pour contrats déficitaires (2.208 K€)⁹⁰ :

Trésorerie financière nette ajustée - Comparables Boursiers	
K€	
Emprunts et dettes financières	(74 750)
Trésorerie et équivalents trésorerie	118 860
Trésorerie nette comptable	44 110
Dettes CEF	(10 090)
Intérêts minoritaires hors F2MeS	(490)
Placements de trésorerie	10 112
Dépôts de garanties CEF	9 114
Garantie en espèce sur contrats - long terme	4 593
Garantie en espèce sur contrats - court terme	3 949
Trésorerie financière nette ajustée	61 298

4.1.6.3. Endettement financier net en tablant sur l'exercice des Options

L'endettement financier net tel que présenté *supra* (§ 4.1.6.1 et § 4.1.6.2) se réfère aux comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2024 *i.e.* incluant la contribution de F2MeS.

L'exercice des Options (§ 4.4) conduirait à la sortie de F2MeS du périmètre de consolidation et, en conséquence, à majorer la trésorerie financière nette de 11 M€ correspondant à l'annulation de la contribution de F2MeS à l'endettement financier du Groupe.

4.1.7. Plan d'Affaires

4.1.7.1. Masterplan10x

Suite à son acquisition par TCC, NHOA a procédé à un examen stratégique global qui a conduit à de nouveaux objectifs à court terme et de nouvelles perspectives à long terme (le « **Masterplan10x** ») assortis de nouvelles ambitions stratégiques de NHOA (les « **Ambitions Stratégiques** »). Le Masterplan10x et les Ambitions Stratégiques ont été annoncés par communiqué de presse le 23 juillet 2021⁹¹ :

- le Masterplan10x a fixé des objectifs à court terme de NHOA pour 2021, 2022 et 2023 (ces derniers ayant ensuite fait l'objet d'actualisations à intervalle régulier par le Groupe, annoncées par voie de communiqués successifs), et a défini des perspectives à long terme de NHOA pour 2025 et 2030. Il vise à améliorer la croissance du Groupe d'ici 2025⁹² en multipliant par 10 certains indicateurs de performance clés et résultats industriels tels que la base installée de stockage, la production hebdomadaire de dispositifs de recharge de véhicules électriques, la valeur vie clients de l'e-Mobility (*life-time-value*), le nombre de femmes ingénieurs, les investissements dans la santé, la sécurité et la qualité, ainsi que le pipeline ;

⁹⁰ Dans la mesure où ces éléments ont été intégrés dans le calcul des multiples de valorisation analogique.

⁹¹ « 230 millions d'euros de nouvelles ressources financières envisagées », communiqué de NHOA du [23 juillet 2021](#).

⁹² En comparaison avec 2021.

- les Ambitions Stratégiques portent sur la transformation structurelle de l'entité d'origine Engie EPS, *pure player* technologique, en NHOA, en tant que développeur, propriétaire et opérateur d'infrastructures tirant pleinement parti d'un portefeuille de produits complet et d'une technologie verticalement intégrée à la fois dans le stockage et l'e-Mobilité. Dans ce contexte, NHOA a annoncé la création de la nouvelle *Business Unit* Atlante.

Comme indiqué dans le communiqué du 23 juillet 2021, le renforcement de la structure du capital de NHOA dans le cadre du Masterplan10x et le financement initial des Ambitions Stratégiques nécessitent plus de 230 M€ par le recours à des crédits additionnels (100 M€) et une augmentation de capital (130 M€).

Les perspectives à long terme du Masterplan10x peuvent se résumer comme suit⁹³ :

Objectifs du Masterplan10x

	2025	2030
Revenue	Chiffre d'affaires consolidé de 700 M€ : ▪ NHOA Energy : 400 M€ ▪ Atlante : 100 M€ ▪ F2MeS : 200 M€	Chiffre d'affaires consolidé entre 3,0 et 4,4 Md€ : ▪ NHOA Energy > 1 Md€ ▪ Atlante : entre 1,5 et 2,2 Md€ ▪ F2MeS > 500 M€
Marge d'EBITDA	Marge d'EBITDA consolidé d'environ 15% : ▪ NHOA Energy : 10% (EBITDA : 40 M€) ▪ Atlante : 15% (EBITDA : 15 M€) ▪ F2MeS : 15-20%	Marge d'EBITDA consolidé > 20% : ▪ NHOA Energy : 10% (EBITDA : 100 M€) ▪ Atlante : 50% ▪ F2MeS : 15-20%

Source : Société

4.1.7.2. Plan d'Affaires

Par voie de communiqués de presse, NHOA a indiqué :

- le 26 juin 2024⁹⁴ que ses objectifs consolidés de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour 2025 étaient en cours de revue en raison de récents développements défavorables :
 - sur le marché de la mobilité électrique, qui enregistre un ralentissement de la croissance des ventes des véhicules électriques par rapport à 2023, et entrevoit des incertitudes en matière de soutien public et de perspectives de ventes de véhicules électriques à court terme par certains constructeurs automobiles ; et
 - sur le marché du stockage d'énergie, qui est confronté à une réduction de la valeur des contrats liée à la surproduction de batteries en provenance de Chine et à une augmentation du risque de contrepartie des fournisseurs ;
- le 5 juillet 2024⁹⁵ la révision à la baisse de ses objectifs consolidés de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour 2025 ainsi que de ses perspectives pour 2030. Les objectifs du Plan d'Affaires communiqués par NHOA peuvent se résumer comme suit :

Objectifs du Plan d'Affaires

	2025	2026	2030
Chiffre d'Affaires	Chiffre d'affaires consolidé > 500 M€ : ▪ NHOA Energy : 60% (> 300 M€) ▪ F2MeS : 40% (≈ 200 M€) ▪ Atlante : ns	Chiffre d'affaires consolidé > 650 M€ : ▪ NHOA Energy : 60% ▪ F2MeS : 35% ▪ Atlante : 5%	Chiffre d'affaires consolidé > 1,5 Md€ : ▪ NHOA Energy : 60% (≈ 900 M€) ▪ F2MeS : 35% (≈ 550 M€) ▪ Atlante : 5% (≈ 70 M€)
Marge d'EBITDA	Marge d'EBITDA consolidé : 3%	Marge d'EBITDA consolidé : 7%	Marge d'EBITDA consolidé : 12%

Source : Société

⁹³ DEU 2023, § 11.2, p. 177.

⁹⁴ « Les objectifs consolidés 2025 de NHOA en cours de revue », communiqué de NHOA du [26 juin 2024](#).

⁹⁵ « NHOA publie ses prévisions consolidées révisées », communiqué de NHOA du [5 juillet 2024](#).

Nous avons exploité le Plan d’Affaires établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d’Administration du 5 juillet 2024, dont les projections couvrent la période 2024 à 2030 (la « **Période Explicite** »).

Au cas particulier de l’Activité Infrastructure de recharge électrique, la Direction nous a transmis des trajectoires jusqu’en 2045⁹⁶.

Les trajectoires du Plan d’Affaires ont été établies à partir d’une approche *bottom-up* aux bornes des *Business Units*, et n’intègrent pas d’opérations de croissance externe.

À titre informatif, ces trajectoires ont été exploitées pour la réalisation des tests de dépréciation des actifs dans les comptes de la Société au 30 juin 2024.

Les hypothèses de la Direction sous-jacentes à la Période Explicite sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne (CAGR) du chiffre d’affaires de l’ordre de 30% qui repose sur :
 - la croissance de l’Activité Stockage d’énergie (CAGR de plus de 20%) tablant sur une poursuite des volumes et des projets de plus grande envergure dans un contexte de baisse des prix des batteries et des contrats pour les systèmes de stockage d’énergie par batterie (BESS) ;
 - la croissance de l’Activité e-Mobility (CAGR de l’ordre de 35%) avec la poursuite de l’expansion en Europe et aux États-Unis ;
 - le postulat que l’Activité Stockage d’énergie et l’Activité e-Mobility devraient toujours représenter à l’horizon 2030 la quasi-totalité du chiffre d’affaires du Groupe ;
 - une Activité Infrastructure de recharge électrique pénalisée par un moindre déploiement des points de recharge sur l’ensemble de la Période Explicite en lien avec les dernières prévisions de croissance des ventes de véhicules électriques⁹⁷ et la capacité réduite d’Atlante à financer ces points de charge par ses propres flux opérationnels associés à des subventions publiques et des partenariats extérieurs. À horizon 2030, cette activité devrait représenter moins de 5% du chiffre d’affaires du Groupe (*versus* 1% en 2023) ;
- une amélioration progressive du taux de marge d’EBITDA, passant de (5,3)% en 2023 (§ 3.3.1) à près de 13,5% en 2030 :
 - l’Activité Stockage d’énergie et l’Activité e-Mobility verraient la croissance de leur marge d’EBITDA se stabiliser dès 2027 en raison notamment de l’intensification de la concurrence dans le secteur du stockage d’énergie ;
 - la baisse importante des charges de personnel imputable à l’absence de développement d’Atlante conduit à une rentabilité positive dès 2026 ;
- des dépenses d’investissement en net recul dès 2024 pour Atlante du fait d’une expansion de son réseau limitée à 3.000 points de charge ; les investissements du Groupe se normaliseraient en 2027 à un niveau compris entre 31 M€ et 33 M€, soit une enveloppe de 3,4% à 2% du chiffre d’affaires (*versus* près de 40% en 2023).

Le montant de l’impôt retenu sur la Période Explicite tient compte des déficits fiscaux reportables activés (§ 4.1.5).

Le Groupe anticipe des coûts *corporate* de l’ordre de 10 M€ par an que nous avons réalloués à chaque activité.

⁹⁶ Ces prévisions n’ont pas été approuvées par le Conseil d’Administration.

⁹⁷ Bloomberg NEF, juin 2024.

À partir des données prévisionnelles du Plan d’Affaires et des informations complémentaires transmises par la Direction, nous avons déterminé les flux prévisionnels de trésorerie par *Business Unit* en tenant compte notamment de l’incidence de la norme IFRS 16 et de la charge de loyers prévisionnels dans les flux pour aboutir à une vision « cash ».

L’Évaluation Multicritère se réfère aux agrégats issus du Plan d’Affaires, approuvé récemment par le Conseil d’Administration, dont nous retenons en substance les points suivants à l’appui de la documentation qui a été mise à notre disposition et des entretiens que nous avons menés avec la Direction :

- les prévisions de NHOA Energy apparaissent volontaristes et captent le potentiel de valeur à moyen et long terme de cette activité au vu des perspectives de développement du marché du stockage de l’énergie (§ 3.1.1) ; elles tablent sur la capacité du Groupe à générer une forte croissance dans un secteur concurrentiel tout en améliorant concomitamment sa rentabilité ;
- les incertitudes concernant le financement d’Atlante, telles qu’exprimées dans le communiqué de presse de NHOA du 5 juillet 2024⁹⁸, ont conduit le Groupe à revoir les perspectives de développement et à limiter les trajectoires d’Atlante dans le Plan d’Affaires à la seule exploitation des points de charge existants à la fin de l’année 2025 ;
- à l’instar de celles de NHOA Energy, les prévisions de F2SMes reflètent le potentiel de développement du marché de la mobilité électrique qui reste en croissance malgré les révisions à la baisse des perspectives (§ 3.1.2), et tablent sur la capacité du Groupe à générer une forte croissance sous contraintes à la fois concurrentielle et d’amélioration de la rentabilité ; elles ont été établies à isopérimètre et, par construction, perpétuent donc, au même titre que ce qui concerne NHOA Energy et Atlante, la contribution à la valeur du Groupe de la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS⁹⁹.

4.1.8. Synergies et gains économiques liés à l’Offre

Nous avons obtenu le détail de la charge annuelle supportée par le Groupe du fait de la cotation de l’Action, et en avons déduit la valeur actuelle des gains économiques qui pourraient être réalisés consécutivement à la mise en œuvre d’un retrait obligatoire et de la radiation des Actions ; cette économie de coûts s’avère peu significative¹⁰⁰.

Nous n’avons pas eu connaissance d’autres éléments susceptibles d’être chiffrés au titre des synergies et gains économiques liés à l’Offre, et il ne nous en a pas été communiqué (§ 2.3.1).

4.2. Méthodes d’évaluation écartées

4.2.1. Actualisation des dividendes

L’actualisation des dividendes (*Dividend Discount Model*) n’a pas été retenue en tant que méthode d’évaluation au niveau du Groupe, la Société n’ayant jamais versé de dividendes.

Nous avons en revanche mis en œuvre une valorisation intrinsèque par somme des parties pour les trois activités du Groupe intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.5).

⁹⁸ « NHOA publie ses prévisions consolidées révisées », [5 juillet 2024](#).

⁹⁹ Depuis la réorganisation interne intervenue fin 2023, le Groupe est structuré de telle sorte que NHOA détient l’intégralité du capital social de NHOA Corporate S.r.l., filiale italienne de NHOA, laquelle détient désormais 100% de NHOA Energy, 49,9% de F2MeS et 100% d’Atlante.

¹⁰⁰ Notre estimation de la valeur actuelle des économies de coûts du fait du Retrait Obligatoire et de la radiation des titres de la Société susceptibles d’être réalisées ressort à moins de 0,01 € par Action.

4.2.2. Transactions Comparables

La méthode des transactions comparables (les « **Transactions Comparables** ») repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'acquisitions d'entreprises, en tout ou partie, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

La méthode d'évaluation analogique par les Transactions Comparables ne nous est pas apparue pertinente, dans la mesure où :

- les multiples de chiffre d'affaires ne sont pas adaptés en raison de la prise en compte d'un critère exclusivement fondé sur le volume d'activité, alors même que les sociétés du secteur présentent des niveaux de rentabilité non homogènes entre eux et par rapport à ceux observés sur la Société ;
- les multiples de rentabilité d'exploitation (EBITDA) sont inopérants compte-tenu du résultat opérationnel négatif dégagé par NHOA en 2023 et sur le premier semestre 2024, auquel ces multiples seraient susceptibles de s'appliquer (§ 3.3.1).

Les informations dont nous disposons sur les sociétés cibles restent en outre parcellaires sur les indicateurs de rentabilité, d'une part, et de capacités installées, en cours d'installation et potentielles, d'autre part.

4.2.3. Transactions récentes réalisées sur le capital de la Société

Hormis les volumes échangés sur le marché réglementé Euronext Paris, trois opérations sont intervenues sur le capital de la Société au cours des 18 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre (§ 2.2) :

- en août 2023, l'Augmentation de Capital de 2023 avec maintien du DPS a été lancée à un prix de souscription unitaire de 1,0 € (0,20 € de valeur nominale et 0,80 € de prime d'émission) ;
- le 4 avril 2024, l'Initiateur a acquis 3.000.000 Actions sur le marché, auprès de la Caisse des Dépôts, à un prix unitaire de 0,5590 € par Action ;
- le 8 et le 9 juillet 2024, dans le cadre des Acquisitions de Blocs, l'Initiateur a acquis 9.191.782 Actions hors marché à un prix unitaire de 1,10 € par Action.

Dès lors, nous mentionnons ces références à titre seulement informatif en les reliant à l'analyse des cours de bourse présentée ci-après (§ 4.3).

4.3. Références boursières

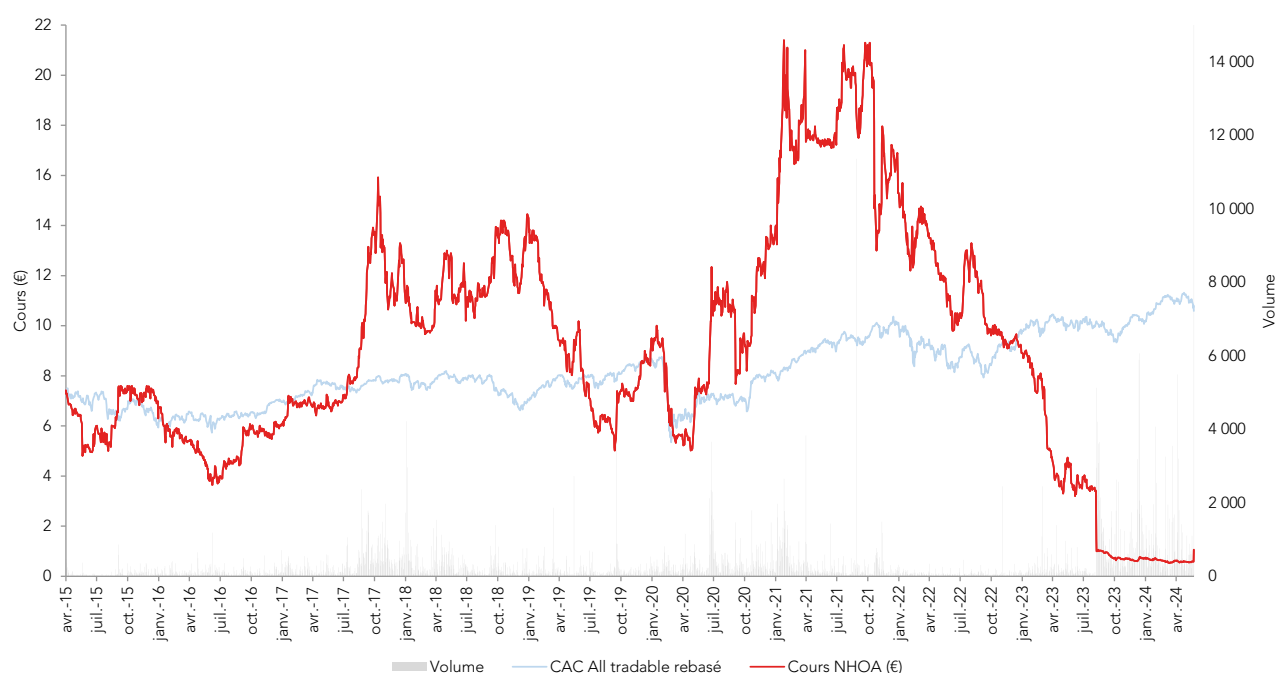
La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1) et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.2).

4.3.1. Analyse du cours de bourse

Les Actions de NHOA sont cotées depuis le 22 avril 2015 sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris (§ 2.1.1).

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action¹⁰¹, comparée à celle du CAC All Tradable rebasé en avril 2015, depuis l'introduction en bourse de la Société.

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis l'introduction en bourse



Source : Bloomberg

Depuis l'introduction en bourse, le cours de l'Action, qui a oscillé entre 0,53 € et 21,40 €, affiche une performance négative de près de 90%.

À l'annonce de l'OPAS en avril 2021, le cours de l'Action a baissé de 17% pour s'ajuster au prix de l'offre de 17,10 € par Action.

¹⁰¹ Les cours journaliers retenus ont été pondérés par les volumes d'échange.

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution du cours de l'Action, par rapport à l'indice CAC All Tradable rebasé en avril 2021, observée depuis l'annonce de l'OPAS jusqu'à celle de l'Offre :

Analyse du cours de bourse de l'Action entre avril 2021 et juin 2024



Source : Bloomberg

Au cours des trois dernières années, nous constatons que :

- le cours de bourse de l'Action suit une tendance baissière avec une performance absolue négative (97%)¹⁰² associée à une sous-performance par rapport à l'indice CAC All Tradable ; et
- la publication des résultats du Groupe entraîne systématiquement une baisse du cours de bourse les jours suivant l'annonce¹⁰³.

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation de l'évolution de l'Action :

- jusqu'en septembre 2021, une évolution contrastée de l'Action marquée par l'acquisition de NHOA par TCC, qui aboutit à l'annonce du Masterplan10x, et par la publication des résultats du premier semestre 2021 ;
- depuis septembre 2021, une érosion continue du cours de l'Action, pénalisé par :
 - l'annonce d'une première augmentation de capital avec DPS de 140 M€, réalisée en novembre 2021 (§ 2.2) ;
 - la dégradation de l'environnement économique mondial et les incertitudes liées au conflit russo-ukrainien ;
 - la publication des résultats annuels 2022 et l'annonce de besoins de financement d'Atlante ;
- fin août 2023, une chute du titre avec le lancement de l'Augmentation de Capital de 2023 de 250 M€ suivie d'une relative stabilité du cours de bourse jusqu'à l'annonce de l'Offre (§ 2.2).

¹⁰² Entre le 21 avril 2021 (17,34 €) et le 12 juin 2024 (0,58 €).

¹⁰³ À l'exception de la publication des résultats semestriels 2022 intervenue le 28 juillet 2022.

Les principaux évènements en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'Action au cours de cette période d'observation sont recensés ci-après.

Évènements marquants

	Date	Évènements
1.	20-avr.-21	Annonce par Engie de la signature d'un contrat de cession de sa participation de 60,5 % dans le capital d'Engie EPS (devenu NHOA) à TCC
2.	20-juil.-21	TCC finalise l'acquisition de 60,48% du capital d'Engie EPS qui devient NHOA
3.	23-juil.-21	Présentation des objectifs du Masterplan10x à horizon 2025 et 2030 et création d'Atlante
4.	7-sept.-21	Visa de l'AMF de l'OPAS initiée par TCEH
5.	15-sept.-21	Publication des résultats semestriels 2021 : CA : 7,2 M€ (+44%), EBITDA : -5,5 M€
6.	27-sept.-21	Annonce d'une augmentation de capital avec DPS d'un montant maximum de 140 M€
7.	8-nov.-21	Approbation par l'AMF de l'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription par l'AMF
8.	24-mars-22	Publication des résultats annuels 2021 : CA : 32,9 M€ (+198%), EBITDA : -12,2 M€
9.	28-juil.-22	Publication des résultats semestriels 2022 : CA : 82,2 M€ (+165%), EBITDA : -5,3 M€
10.	28-mars-23	Publication des résultats annuels 2022 : CA : 165,7 M€ (+448%), EBITDA : -32,9 M€
11.	1-mai-23	Annonce d'une levée de fonds de 250 M€ via une émission d'obligations convertibles « vertes » à 5 ans ou alternativement une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription
12.	25-juil.-23	Publication des résultats semestriels 2023 : CA : 116 M€ (+48%), EBITDA : -16,6 M€ Mise à jour du Masterplan10x au 2025-2030
13.	28-août-23	Approbation par l'AMF de l'augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription par l'AMF
14.	23-févr.-24	Publication des résultats annuels 2023 : CA : 273 M€ (+65%), EBITDA : -14,4 M€
15.	13-juin-24	Annonce de l'Offre

Source : Société

À titre complémentaire, nous présentons l'évolution du cours de l'Action rebasé, i.e. en tenant compte de l'impact des augmentations de capital réalisées entre avril 2021 et l'annonce de l'Offre.

Analyse du cours de bourse de l'Action rebasé entre avril 2021 et juin 2024



Source : Bloomberg

Pour mémoire :

- le 29 novembre 2021, l'Augmentation de Capital de 2021 s'est conclue par l'émission de 12.766.860 nouvelles Actions au prix de 10,96 € par action, soit une levée de fonds à hauteur de 140 M€ (§ 2.2) ; cette augmentation de capital, qui a été sursouscrite, confirme la confiance du marché dans le Masterplan10x ; et
- le 15 septembre 2023, NHOA a annoncé avoir réalisé son augmentation de capital avec DPS de 250 M€ correspondant à l'émission de 249.663.040 Actions nouvelles au prix de 1,00 € par Action (§ 2.2) ; TCC, par l'intermédiaire de sa filiale TCEH, a participé à hauteur de 90% en souscrivant 224.922.384 Actions nouvelles, portant sa détention au capital de la Société à 87,78%.

Le tableau, ci-après, synthétise les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») au 12 juin 2024, veille de l'annonce de l'Offre :

Analyse des CMPV	
€	12-juin-24
Spot (clôture)	0,58
20 séances	0,58
60 séances	0,58
120 séances	0,64
180 séances	0,66
250 séances	0,80
12 mois	0,81
Min 12 mois	0,53
Max 12 mois	3,23
Min 24 mois	0,53
Max 24 mois	9,56

Source : Bloomberg

L'Action a évolué dans un intervalle de 0,53 € à 3,23 € au cours des douze mois précédant la date de l'annonce de l'Offre, avec des cours moyens compris entre 0,58 € et 0,81 €.

L'évolution de la rotation de l'Action sur les six derniers mois précédant la date de l'annonce de l'Offre, exprimée par rapport au flottant au 12 juin 2024, est de l'ordre de 34% :

Rotation de l'Action	
	12-juin-24
Volume échangé 6 mois	11 598 335
Flottant	33 639 274
Rotation du flottant 6 mois (%)	34,48%

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

4.3.2. Cours cible

La référence aux cours de bourse cible est présentée à titre informatif, dans une fourchette de 1,10 € et 2,90 € correspondant aux objectifs de cours qui ont été publiés, à l'appui de notes d'analystes, avant l'annonce de l'Offre par les trois analystes en charge du suivi du titre¹⁰⁴ :

Cours cibles des analystes		
Analyste	Date	Cours cible
Mediobanca	28-mai-24	1,20 €
Bryan Garnier	24-avr.-24	2,90 €
Kepler Cheuvreux	22-févr.-24	1,10 €
Moyenne		1,73 €
Médiane		1,20 €
Min		1,10 €
Max		2,90 €

Source : notes des analystes

À la suite de l'annonce de l'Offre, Kepler Cheuvreux a ajusté son objectif de cours au Prix de l'Offre¹⁰⁵ et recommande aux actionnaires d'apporter leurs Actions à l'Offre ; nous n'avons pas eu connaissance de notes publiées par les deux autres analystes.

4.4. Méthode d'évaluation décrite dans l'accord¹⁰⁶ signé lors de la création de la joint-venture entre Engie EPS et Stellantis

Le 15 janvier 2021, soit antérieurement à l'acquisition du contrôle de la Société par l'Initiateur (§ 2.2), Engie EPS et FCA Italy, filiale de Stellantis, ont signé une convention d'investissement et un pacte d'actionnaires pour la création d'une *joint-venture* dans le secteur de la mobilité électrique (F2MeS) qui prévoit un mécanisme de liquidité constitué d'options d'achat (l'« **Option d'Achat** » ou « **Call** ») et de vente (l'« **Option de Vente** » ou « **Put** »), ensemble les « **Options** ».

➤ Option d'Achat

Entre le 1^{er} janvier 2025 et le 31 mai 2025, FCA Italy a le droit d'exercer une option d'achat sur la totalité des titres détenus par Engie EPS dans la *joint-venture* à un prix d'exercice calculé comme suit :

$$[(\text{EBITDA } 2023-2024 \times 7) - \text{Dette financière nette au 31 décembre 2024}] \times 49,9\%.$$

➤ Option de Vente

Entre le 1^{er} juin 2025 et le 30 juin 2025, Engie EPS a le droit d'exercer une option sur la totalité des titres détenus par Engie EPS dans la *joint-venture* à un prix d'exercice calculé comme suit :

$$[(\text{EBITDA } 2023-2024 \times 5) - \text{Dette financière nette au 31 décembre 2024}] \times 49,9\%.$$

Par application des multiples d'EBITDA 2023-2024 et sous déduction de l'endettement financier net de F2MeS estimé au 31 décembre 2024, la valeur de l'Option d'Achat ressort à 1 M€ et celle de l'Option de Vente à (5) M€.

¹⁰⁴ Société Générale a interrompu le suivi de l'Action en octobre 2023.

¹⁰⁵ Kepler Cheuvreux, qui avait confirmé son objectif de cours de 1,10 € (Prix de l'Offre Initiale) le 29 juillet 2024, a ajusté son objectif de cours à 1,25 € (Prix de l'Offre) le 27 août 2024.

¹⁰⁶ *Investment and Shareholders Agreement* en date du 15 janvier 2021, amendé le 25 janvier 2024.

L'accord signé lors de la création de la *joint-venture* entre Engie EPS et Stellantis, outre le paiement des Options, prévoit le remboursement des prêts d'actionnaires majorés des éventuels intérêts courus. À ce titre, F2MeS serait redevable vis-à-vis de NHOA d'un montant total de 27 M€.

Sur cette base, la valeur totale des Options actualisée à leur échéance¹⁰⁷ ressort à 24 M€ pour l'Option d'Achat et à 17 M€ pour l'Option de Vente.

F2MeS - Valeur des Options

M€	Call	Put
Moyenne EBITDA 2023-2024	6,7	6,7
Multiple	7,0x	5,0x
Valeur d'Entreprise	47	34
% détention NHOA	49,9%	49,9%
Valeur d'Entreprise part du Groupe	24	17
Dette financière @49,9%	(26)	(26)
Trésorerie @49,9%	8	8
Flux S2 2024* @49,9%	(6)	(6)
Intérêts courus S2 2024** @49,9%	(1)	(1)
Valeur propre des Options	(2)	(8)
Remboursement du prêt d'actionnaire***	27	27
Valeur totale des Options	25	19
Coefficient d'actualisation	93%	90%
Valeur totale des Options actualisée	24	17

* sur la base du Plan d'Affaires

** sur la base du taux annuel de 4,942%

*** incluant les intérêts courus jusqu'à la date d'exercice des Options

Nous soulignons que :

- F2MeS n'a pas réalisé les objectifs fixés lors de la création de la *joint-venture* en 2021 avec Stellantis¹⁰⁸, décalant ainsi dans le temps ses prévisions ;
- les hypothèses du Plan d'Affaires, qui tablent sur une nette amélioration de l'EBITDA à partir de 2025 concernant F2MeS, n'intègrent pas l'exercice des Options ;
- les comptes consolidés au 30 juin 2024 ne contiennent aucun « actif non courant détenu en vue de la vente » au titre de la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées » ;
- les multiples VE/EBITDA inclus dans la formule de l'Option d'Achat et de l'Option de Vente, qui s'appliquent à la moyenne des agrégats 2023 et 2024 de F2MeS, sont en ligne avec les multiples des Comparables Boursiers (§ 4.6) ;

¹⁰⁷ En tablant sur l'exercice des Options à mi-période (15 mars 2025 pour l'Option d'Achat, 15 juin 2025 pour l'Option de Vente).

¹⁰⁸ Sur la base des prévisions du Masterplan10x présentées le 23 juillet 2021, l'accord régissant la *joint-venture* ayant été signé le 15 janvier 2021.

- la valeur de la BU F2MeS figurant dans le calcul de l'Option d'Achat et de l'Option de Vente est, en raison du décalage entre les prévisions et les réalisations de cette activité, en net retrait par rapport à celle issue de notre valorisation¹⁰⁹ :
 - intrinsèque¹¹⁰ du fait de l'amélioration des performances financières à partir de 2025 et du poids de la valeur terminale dans la valeur de la BU F2MeS (40%) ;
 - analogique¹¹¹ dans la mesure où nous appliquons le multiple issu du panel des Comparables Boursiers aux agrégats 2026 et 2027 ;
- les informations disponibles à ce jour ne permettent pas de retenir de manière certaine et/ou de privilégier un scénario concernant l'exercice ou non des Options ; en particulier :
 - l'Option d'Achat étant à la main de Stellantis, nous ne pouvons pas préjuger de l'intention de Stellantis d'exercer son droit ;
 - l'exercice de l'Option d'Achat est préalable à l'exercice de l'Option de Vente ;
 - la Société nous a confirmé ne pas être en discussion avec Stellantis pour faire confirmer ou infirmer à Stellantis sa volonté d'exercer ou non son Option d'Achat ; nous n'avons, par ailleurs, pas eu de contact avec Stellantis, et n'avons pas estimé opportun d'en établir un compte tenu de l'aléa lié à l'exercice de l'Option d'Achat qui, par définition, ne peut être levé à ce jour.

Ce partenariat s'inscrit dans la stratégie de Stellantis qui entend se développer dans les véhicules à faibles émissions en trouvant un équilibre entre les partenariats avec des entreprises expertes et la conception ainsi que la fabrication en interne. Dans le cadre de son plan stratégique [Dare Forward 2030](#), Stellantis ambitionne de générer de la croissance dans des secteurs connexes, dont la mobilité¹¹², et a créé Stellantis Ventures, qui finance des investissements dans des entreprises en phase de démarrage ou de post-crédation développant des technologies innovantes et centrées sur le client dans les secteurs de l'automobile et de la mobilité.

4.5. Valorisation intrinsèque par la méthode de d'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Nous avons mis en œuvre une valorisation intrinsèque par somme des parties¹¹³ pour les trois activités du Groupe.

4.5.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF ou *Discounted Cash Flow* repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

¹⁰⁹ À titre informatif, et afin de mesurer le décalage des prévisions de F2MeS à l'origine des écarts de valorisation constatés entre les résultats de l'Évaluation Multicritère en ce qui concerne F2MeS et la valorisation des Options, nous avons appliqué les multiples d'EBITDA prévus contractuellement pour le calcul des Options, aux agrégats prévisionnels 2023 et 2024 de F2MeS consignés dans le Masterplan10x du 23 juillet 2021, d'une part, et aux agrégats prévisionnels 2026 et 2027 de F2MeS figurant dans le Plan d'Affaires, d'autre part. Il en ressort une convergence des valeurs d'entreprise de F2MeS entre ces deux approches.

¹¹⁰ Entre 190 M€ et 207 M€ (§ 4.5.5).

¹¹¹ Entre 134 M€ et 168 M€ (§ 4.6.3).

¹¹² Au travers de Free2move et Share Now.

¹¹³ L'évaluation de l'Activité e-Mobility correspond à la participation de 49,9% détenue par NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS (§ 1).

La valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite de prévisions, se fonde sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, l'endettement financier net est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise).

4.5.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le coût du capital (« **CMPC** » ou « **WACC** ») à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) selon la méthode directe¹¹⁴ consistant à calculer le coût de capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Afin de prendre en considération la diversité des activités du Groupe, deux taux d'actualisation distincts ont été retenus sur la base des betas désendettés de l'Activité Stockage d'énergie et de l'Activité e-Mobility :

- pour l'Activité Stockage d'énergie, le taux d'actualisation a été calculé en recourant à un beta moyen désendetté de 1,62¹¹⁵ déterminé à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant dans le secteur du stockage d'énergie¹¹⁶ ;
- pour l'Activité e-Mobility, le taux d'actualisation a été calculé à partir d'un beta moyen désendetté de 2,15¹¹⁷ déterminé à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant dans le secteur des solutions de recharge pour les véhicules électriques¹¹⁸.

Nous estimons que le niveau des betas intègre le caractère concurrentiel des deux secteurs et les risques concernant les perspectives du marché de l'e-Mobility (§ 3.4).

Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de 3,0% correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹¹⁹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à 6,2%¹²⁰ au 30 septembre 2024.

Sur cette base, les taux d'actualisation estimés pour l'Activité Stockage d'énergie et l'Activité e-Mobility ressortent à respectivement **13,1%** et **16,3%** :

¹¹⁴ La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du WACC conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.

¹¹⁵ Beta à 5 ans (source : Bloomberg).

¹¹⁶ Les sociétés Energy SpA. et Invinity Energy Systems Plc ont été exclues de notre échantillon de Comparables Boursiers Stockage pour le calcul du beta dans la mesure où leur coefficient de détermination R^2 a été jugé trop faible (§ 4.6.1).

¹¹⁷ Beta à 5 ans (source : Bloomberg).

¹¹⁸ Les sociétés CTEK AB et Zaptek ASA ont été exclues de notre échantillon de Comparables Boursiers e-Mobility pour le calcul du beta dans la mesure où leur coefficient de détermination R^2 a été jugé trop faible (§ 4.6.1).

¹¹⁹ Source : Banque de France.

¹²⁰ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9,2% (source : Ledouble, septembre 2024), qui, sous déduction du taux sans risque 3,0%, induit une prime de risque de 6,2%.

Taux d'actualisation

Composants (%)	Activité Stockage d'énergie	Activité e-Mobility
Taux sans risque	3,0%	3,0%
Beta de l'actif économique	1,62	2,15
Rendement de marché	9,2%	9,2%
Prime de risque	6,2%	6,2%
Taux d'actualisation	13,1%	16,3%

Pour l'Activité Infrastructure de recharge électrique, au vu sa gestion en *run-off* (§ 4.5.4.1), nous avons retenu le taux de rendement du marché, soit 9,2%.

4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **2,0%**¹²¹, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme sur les principales zones d'implantation du Groupe.

Ce taux est également cohérent avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne (§ 4.5.2).

4.5.4. Modélisation DCF

Nos travaux d'évaluation aux bornes du Groupe se sont appuyés sur le Plan d'Affaires dont la Période Explicite s'étend jusqu'en 2030 (§ 4.1.7.2) et étendue à 2045 pour les Activités Infrastructure de recharges électriques transmises par la Direction (§ 4.1.7.2).

4.5.4.1. Période d'Extrapolation

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires de la Société pour l'Activité Stockage d'énergie et l'Activité e-Mobility sur la période 2031 à 2032 (la « **Période d'Extrapolation** ») afin de déterminer une valeur terminale reposant sur des flux financiers normatifs.

À l'issue de nos échanges avec la Direction, les hypothèses sous-jacentes à cette extrapolation que nous avons retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires convergeant linéairement vers le taux de croissance perpétuel de 2% ;
- un taux de marge d'EBITDA stable¹²² pour les Activités Stockage d'énergie et en légère progression pour l'Activité e-Mobilité par rapport au niveau anticipé en 2030 dans le Plan d'Affaires ;
- un niveau de Capex rapporté au chiffre d'affaires équivalent à celui anticipé en 2030 dans le Plan d'Affaires ;
- un taux d'imposition de 24,6% correspondant à notre calcul du niveau d'imposition moyen du Groupe au 30 juin 2024¹²³.

¹²¹ Source : FMI.

¹²² De l'ordre de 8,5%.

¹²³ Ce taux d'imposition moyen nous a par ailleurs été confirmé par la Direction de la Société.

Pour les Activités Infrastructure de recharge électrique, la Direction prévoit une extinction de l'activité, en considérant la durée de vie des stations de charge existantes, ainsi que des investissements ; en l'absence de financement, la société Atlante est ainsi désormais gérée en *run-off*.

4.5.4.2. Construction de la valeur terminale

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- Pour l'Activité Stockage d'énergie et l'Activité e-Mobility :
 - un chiffre d'affaires correspondant à celui de la fin de la Période d'Extrapolation (2032) auquel nous avons appliqué un taux de croissance perpétuelle aligné sur l'inflation de 2% ;
 - un taux de marge d'EBITDA en ligne avec celui de la Période d'Extrapolation pour l'Activité Stockage d'énergie et un taux de marge d'EBITDA de 20% pour l'Activité e-Mobility ;
 - un niveau de Capex normatif de l'ordre de 2% du chiffre d'affaires correspondant à celui des dotations aux amortissements ;
 - la reconduction du taux d'imposition retenu sur la Période d'Extrapolation.
- Pour l'Activité Infrastructure de recharge électrique, aucune valeur terminale n'a pas été calculée dans la mesure où Atlante est gérée en *run-off* (§ 4.5.4.1).

4.5.5. Synthèse de la valorisation intrinsèque

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise (en M€) et de la valeur de l'Action (en €) par activité et au niveau du Groupe aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle, d'une part, et du niveau normatif de la marge d'EBITDA et des investissements, d'autre part.

➤ Activité Stockage d'énergie (M€)

Analyse de la sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%
1,50%	169	155	142	131	120
1,75%	173	158	145	133	122
2,00%	176	161	148	135	124
2,25%	180	165	151	138	126
2,50%	184	168	154	141	129

Analyse de la sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Capex normatif	Marge d'EBITDA normative				
	6,7%	7,7%	8,7%	9,7%	10,7%
(2,6%)	67	98	130	161	192
(2,3%)	76	107	139	170	201
(2,1%)	85	116	148	179	210
(1,8%)	94	125	157	188	219
(1,6%)	103	134	166	197	228

➤ Activité e-Mobility (M€)

Analyse de la sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%
1,5%	211	203	195	187	180
1,8%	213	205	196	189	181
2,0%	216	207	198	190	183
2,3%	218	208	200	192	184
2,5%	220	211	202	194	186

Analyse de la sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Capex normatif	Marge d'EBITDA normative				
	18,0%	19,0%	20,0%	21,0%	22,0%
(2,7%)	183	188	194	200	206
(2,5%)	185	190	196	202	208
(2,2%)	187	192	198	204	210
(2,0%)	188	194	200	206	212
(1,7%)	190	196	202	208	214

➤ Activité Infrastructure de recharge électrique (M€)

Analyse de la sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Taux d'actualisation				
8,7%	9,0%	9,2%	9,5%	9,7%
17	14	11	9	6

Après prise en compte de la trésorerie financière nette de 57,2 M€ (§ 4.1.6.1), la valeur intrinsèque de l'Action s'inscrit dans une fourchette de **1,35 € à 1,66 €**, encadrant une valeur centrale de **1,50 €**.

Synthèse de la valorisation intrinsèque sans exercice des Options

M€		Min	Cent.	Max
NHOA Energy	DCF	116	148	179
Activité e-Mobility (@49,9%)	DCF	190	198	207
Atlante	DCF	9	11	14
Valeur des BU		315	357	400
Dette financière nette	§ 4.1.6.1	57	57	57
Impact des Options	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Valeur des Capitaux Propres		373	414	457
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276	276
Valeur de l'Action (€)		1,35	1,50	1,66

En considérant l'exercice de l'Option d'Achat, selon la formule contractuelle de calcul (§ 4.4), la valeur de l'Action ressort entre 0,79 € et 1,03 €, encadrant une valeur centrale de **0,91 €**.

Synthèse de la valorisation intrinsèque avec exercice du Call

M€		Min	Cent.	Max
NHOA Energy	DCF	116	148	179
Activité e-Mobility* (@49,9%)	Call	24	24	24
Atlante	DCF	9	11	14
Valeur des BU		149	183	217
Dette financière nette	§ 4.1.6.1	57	57	57
Impact des Options	§ 4.1.6.3	11	11	11
Valeur des Capitaux Propres		217	251	285
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276	276
Valeur de l'Action (€)		0,79	0,91	1,03

* La valeur de l'Option peut s'assimiler à une valeur des Capitaux Propres

En considérant l'exercice de l'Option de Vente, selon la formule contractuelle de calcul (§ 4.4), la valeur de l'Action ressort entre 0,76 € et 1,01 €, encadrant une valeur centrale de **0,89 €**.

Synthèse de la valorisation intrinsèque avec exercice du Put

M€		Min	Cent.	Max
NHOA Energy	DCF	116	148	179
Activité e-Mobility* (@49,9%)	Put	17	17	17
Atlante	DCF	9	11	14
Valeur des BU		142	176	210
Dette financière nette	§ 4.1.6.1	57	57	57
Impact des Options	§ 4.1.6.3	11	11	11
Valeur des Capitaux Propres		210	244	278
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276	276
Valeur de l'Action (€)		0,76	0,89	1,01

* La valeur de l'Option peut s'assimiler à une valeur des Capitaux Propres

En définitive, l'écart entre les valeurs maximales de l'Action en évaluation intrinsèque ressort à **0,65 €**¹²⁴.

4.6. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples issus d'un panel de sociétés cotées comparables (les « **Comparables Boursiers** »).

Nous avons mis en œuvre une valorisation intrinsèque par somme des parties¹²⁵ pour les trois activités du Groupe.

4.6.1. Composition des échantillons de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à NHOA réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de perspective de croissance, de taux de marge d'exploitation et de zone d'implantation.

Notre sélection de comparables boursiers s'est opérée notamment sur des critères de secteur d'activité et de perspectives de croissance et de rentabilité, et concerne des sociétés cotées américaines et européennes.

Compte tenu de la diversité des activités exercées par NHOA, nous avons constitué deux échantillons de sociétés cotées distincts pour valoriser, d'une part, l'Activité Stockage d'énergie (les « **Comparables Boursiers Stockage** ») et, d'autre part, l'Activité e-Mobility et l'Activité Infrastructure de recharge électrique (les « **Comparables Boursiers e-Mobility** »).

L'examen du profil des Comparables Boursiers appelle les commentaires suivants :

- la capitalisation boursière de NHOA est d'une taille compatible avec celle de seulement certains Comparables Boursiers ;
- les perspectives de croissance et de rentabilité sont disparates selon les acteurs, et se situent en moyenne à des niveaux supérieurs à celles de l'Activité Stockage d'énergie ; et
- les exigences de rendement de la part des investisseurs sont hétérogènes.

Afin d'aboutir à des résultats de valorisation pertinents, nous avons tenu compte de ces différents constats dans nos critères de sélection spécifiques à l'Activité Stockage d'énergie.

Les coûts *corporate* ont été alloués par activité.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières et la nationalité des Comparables Boursiers, à la fois européens et américains :

¹²⁴ Valeur maximale de l'Action sans exercice des Options : 1,66 € - Valeur maximale de l'Action avec exercice de l'Option de Vente : 1,01 €.

¹²⁵ L'évaluation de l'Activité e-Mobility correspond à la participation de 49,9% détenue par NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS (§ 1).

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers (M€)

Société	Pays	Capitalisation boursière
NHOA	France	297
Alfen N.V.	Pays-Bas	332
Blink charging CO	États-Unis	241
CTEK AB	Suisse	1 362
Electrovaya Inc	États-Unis	76
Energy SpA	Italie	72
Fastned-CVA	Pays-Bas	325
Fluence Energy Inc	États-Unis	3 256
Invinity Energy Systems Plc	Royaume-Uni	97
Kempower Oyi	Finlande	784
Shoals Technologies Group	États-Unis	1 019
Wallbox N.V.	Espagne	261
Zaptec ASA	Norvège	998

Source : Bloomberg

Notre présentation des Comparables Boursiers, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent en **Annexe 8** et en **Annexe 9**.

4.6.2. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), du fait des différentes politiques d'amortissement et de dépréciation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples d'EBITDA 2026 et d'EBITDA 2027, qui ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires.

Pour mémoire :

- la norme IFRS 16 prévoit le reclassement des charges de location en dehors de l'EBITDA, au niveau des amortissements et des intérêts financiers, en contrepartie de la création au bilan d'un actif (droit d'usage) et d'un passif (obligation locative) relatifs aux contrats de location ;
- la norme ASC 842 (équivalent de la norme IFRS 16 pour les sociétés américaines) prévoit également la création au bilan d'un actif et d'un passif relatifs aux contrats de location, sans toutefois reclasser les charges de location en dehors de l'EBITDA.

Afin de refléter des multiples de valorisation retraités des impacts de la norme IFRS 16 pour les sociétés européennes et de la norme ASC 842 pour les sociétés américaines, nous avons opéré les retraitements suivants :

- pour les sociétés européennes, nous avons :
 - retraité l'EBITDA afin d'aboutir à un agrégat incluant les charges de location ; et
 - neutralisé les dettes de location de l'endettement financier net ;
- pour les sociétés américaines, nous avons seulement retraité les dettes de location de l'endettement financier net, les charges de location étant déjà prises en compte dans l'EBITDA.

Pour déterminer les ratios VE/EBITDA de chacun des Comparables Boursiers, nous avons retenu :

- la capitalisation boursière, en moyenne des trois derniers mois, ajustée de l'endettement financier net (ou, le cas échéant, de la trésorerie financière nette) ;
- les estimations d'EBITDA issues des consensus d'analystes pour les exercices 2026 et 2027, dans la mesure où les Comparables Boursiers présentent des perspectives de croissance élevées, associées à une amélioration des niveaux de rentabilité à court terme.

Les multiples ressortant des deux panels¹²⁶ sont les suivants :

- Activité Stockage d'énergie

Multiples VE/EBITDA

Société	2026	2027
Alfen N.V.	6,0x	5,5x
Electrovaya Inc	3,1x	n.a.
Energy SpA	4,0x	3,1x
Fluence Energy Inc	11,1x	8,8x
Invinity Energy Systems Plc	n.a.	2,5x
Shoals Technologies Group	7,7x	6,9x
Médiane	6,0x	5,5x
Moyenne	6,4x	5,3x

- Activité e-Mobility et Activité Infrastructure de recharge électrique

Multiples VE/EBITDA

Société	2026	2027
Alfen N.V.	6,0x	5,5x
Blink charging CO	9,3x	4,6x
CTEK AB	7,0x	5,3x
Fastned-CVA	7,0x	4,1x
Kempower Oyi	18,9x	13,0x
Wallbox N.V.	10,0x	n.a.
Zaptec ASA	4,1x	3,1x
Médiane	7,0x	5,0x
Moyenne	8,9x	5,9x

¹²⁶ La société Alfen N.V. est incluse dans les deux panels.

4.6.3. Synthèse de la valorisation analogique

En appliquant la médiane des multiples d'EBITDA aux agrégats prévisionnels 2026 et 2027 du Plan d'Affaires, et après prise en compte de la trésorerie financière nette de 61,3 M€ (§ 4.1.6.2), la valeur de l'Action, sans exercice de l'option d'achat sur F2MeS par Stellantis, est comprise entre 1,00 € à 1,52 €.

Synthèse de la valorisation analogique sans exercice des Options

M€		Min	Max
NHOA Energy	x EBITDA	67	151
Activité e-Mobility (@49,9%)	x EBITDA	134	168
Atlante	x EBITDA	13	39
Valeur des BU		215	358
Dette financière nette	§ 4.1.6.2	61	61
Impact des Options	n.a.	n.a.	n.a.
Valeur des Capitaux Propres		276	419
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276
Valeur de l'Action (€)		1,00	1,52

En considérant l'exercice de l'Option d'Achat, selon la formule contractuelle de calcul (§ 4.4), la valeur de l'Action ressort entre 0,64 € et 1,04 €.

Synthèse de la valorisation analogique avec exercice du Call

M€		Min	Max
NHOA Energy	x EBITDA	67	151
Activité e-Mobility* (@49,9%)	Call	24	24
Atlante	x EBITDA	13	39
Valeur des BU		104	213
Dette financière nette	§ 4.1.6.2	61	61
Impact des Options	§ 4.1.6.3	11	11
Valeur des Capitaux Propres		177	286
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276
Valeur de l'Action (€)		0,64	1,04

* La valeur de l'Option peut s'assimiler à une valeur des Capitaux Propres

En considérant l'exercice de l'Option de Vente, selon la formule contractuelle de calcul (§ 4.4), la valeur de l'Action ressort entre 0,62 € et 1,01 €.

Synthèse de la valorisation analogique avec exercice du Put

M€		Min	Max
NHOA Energy	x EBITDA	67	151
Activité e-Mobility* (@49,9%)	Put	17	17
Atlante	x EBITDA	13	39
Valeur des BU		98	207
Dette financière nette	§ 4.1.6.2	61	61
Impact des Options	§ 4.1.6.3	11	11
Valeur des Capitaux Propres		170	279
Nombre d'Actions diluées	§ 4.1.3	276	276
Valeur de l'Action (€)		0,62	1,01

* La valeur de l'Option peut s'assimiler à une valeur des Capitaux Propres

En définitive, l'écart entre les valeurs maximales de l'Action en évaluation analogique ressort à **0,51 €¹²⁷**.

4.7. Actif net comptable et actif net comptable corrigé

La valeur de l'Action par référence à l'actif net comptable consolidé (« **ANC** ») s'établit à 0,87 € au 30 juin 2024¹²⁸ versus 0,95 €¹²⁹ au 31 décembre 2023.

L'actif net comptable figurant dans les comptes annuels de NHOA SA ressort à 1,44 €¹³⁰ par Action au 31 décembre 2023. Il s'établit à 1,23 €¹³¹ par Action dans les comptes semestriels statutaires de NHOA SA au 30 juin 2024.

À partir des informations transmises par la Direction, nous présentons, ci-après, la répartition par BU de l'actif net comptable consolidé (ANC), d'un montant de 239 M€ au 30 juin 2024 (§ 3.3.2) :

Actif net comptable

M€	NHOA Energy	F2MeS	Atlante	Corporate	Autres	Total
Actif économique	38	47	121	(2)	(17)	186
Emprunts et dettes financières	-	(25)	(7)	(43)	0	(75)
Trésorerie et équivalents trésorerie	44	16	49	10	-	119
Endettement net comptable	44	(10)	43	(33)	0	44
Actifs financiers courants	14	0	-	-	-	14
Actifs financiers non courants	4	0	0	0	-	5
Provisions	(3)	(2)	(0)	(0)	0	(5)
Intérêts minoritaires	-	(3)	-	-	-	(3)
Ajustement de l'endettement net comptable	16	(4)	0	(0)	0	11
Dépôts de garantie CEF	-	-	9	-	-	9
Dettes CEF	-	-	(10)	-	-	(10)
Impact CEF	-	-	(1)	-	-	(1)
Dettes IFRS 16	(3)	(2)	(7)	(14)	-	(26)
Droits d'utilisation	8	6	10	1	-	26
Impact de la norme IFRS 16	5	4	3	(13)	-	(1)
Actif net - part du Groupe	103	37	166	(49)	(17)	239
# Actions (M)						276
Actif net par Action (€/Action)						0,87

En raison de la présence de trois BU, dont l'une, en l'occurrence Atlante, est gérée en *run-off* (§ 4.5.4.1), nous avons corrigé l'actif net comptable (« **ANCC** »).

¹²⁷ Valeur maximale de l'Action sans exercice des Options : 1,52 € - Valeur maximale de l'Action avec exercice de l'Option de Vente : 1,01 €.

¹²⁸ 239.403 K€ / 275.722.960 Actions.

¹²⁹ 263.284 K€ / 275.722.960 Actions.

¹³⁰ 397.991.109 € / 275.722.960 Actions.

¹³¹ 337.788.164 € / 275.722.960 Actions.

Dans le passage de l'ANC à l'ANCC, nous avons :

- substitué à l'actif économique comptable de NHOA Energy et de F2MeS la valeur centrale de notre approche d'évaluation intrinsèque, d'un montant respectivement de 148 M€ et 198 M€ (§ 4.5.5) ;
- maintenu la valeur comptable de l'actif économique d'Atlante, d'un montant de 121 M€, qui s'avère supérieure aux fourchettes de valeurs d'entreprise issues de notre approche d'évaluation intrinsèque¹³² (§ 4.5.5) ;
- inscrit à l'actif économique *Corporate* la contribution financière du Plan d'Affaires d'Atlante aux coûts *corporate* et aux charges de loyers (- 16 M€) ;
- neutralisé la rubrique « Autres », ces éléments étant intégrés dans les valorisations intrinsèques F2MeS et NHOA Energy ;
- neutralisé les intérêts minoritaires F2MeS, dans la mesure où la quote-part revenant au Groupe a été intégrée dans la réévaluation de l'actif économique ;
- neutralisé l'impact de la norme IFRS 16.

En nous référant ainsi pour le calcul de l'actif économique aux bornes du Groupe :

- d'une part, aux valeurs d'entreprise centrales en évaluation intrinsèque de NHOA Energy (148 M€) et de la participation de NHOA Corporate S.r.l dans F2MeS (198 M€), que nous jugeons pertinentes pour la fixation de l'ANCC (§ 4.5.5) ; et
- d'autre part, à la valeur comptable de l'actif économique d'Atlante, d'un montant de 121 M€,

l'ANCC s'établirait à :

- 1,84 € par Action sans exercice des Options ;
- 1,25 € avec l'exercice de l'Option d'Achat ;
- 1,22 € avec l'exercice de l'Option de Vente¹³³.

En tenant de l'impact potentiel de l'impôt différé sur la réévaluation des BU¹³⁴, l'ANCC s'établirait à :

- 1,55 € par Action sans exercice des Options d'Achat ;
- 1,15 € avec l'exercice de l'Option d'Achat ;
- 1,12 € avec l'exercice de l'Option de Vente.

¹³² Il est stipulé dans le RA S1 [2024](#), § 3.9.7 p. 43-44, que « La valeur recouvrable d'une immobilisation ou de son UGT est celle qui est la plus élevée parmi les deux valeurs suivantes : sa valeur d'utilité et sa juste valeur diminuée des coûts de la vente. ». Nous estimons donc que dans le cas où notre évaluation intrinsèque (s'assimilant à la valeur d'utilité) s'avère inférieure à la valeur comptable, cette dernière constitue une valeur plancher, car elle peut être confortée par une estimation de la valeur de marché diminuée du coût des ventes.

¹³³ À titre seulement indicatif, la valeur maximale de l'ANCC issue des bornes hautes des valorisations intrinsèques et analogiques ressortirait entre :

- 1,76 € et 1,99 € par Action sans l'exercice des Options ;
- 1,24 € et 1,32 € par Action avec l'exercice de l'Option d'Achat ; et
- 1,21 € et 1,30 € par Action avec l'exercice de l'Option de Vente.

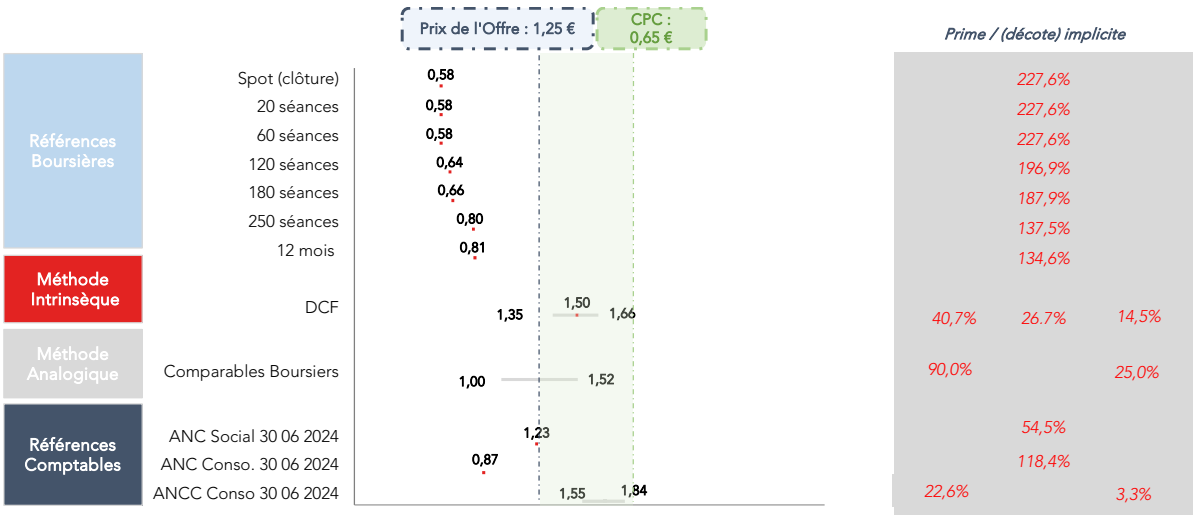
¹³⁴ Dans le cas :

- du non exercice des Options, l'impôt différé trouverait à s'appliquer à la réévaluation de NHOA Energy et de F2MeS ;
- de l'exercice des Options, l'impôt différé ne trouverait à s'appliquer qu'à la réévaluation de NHOA Energy.

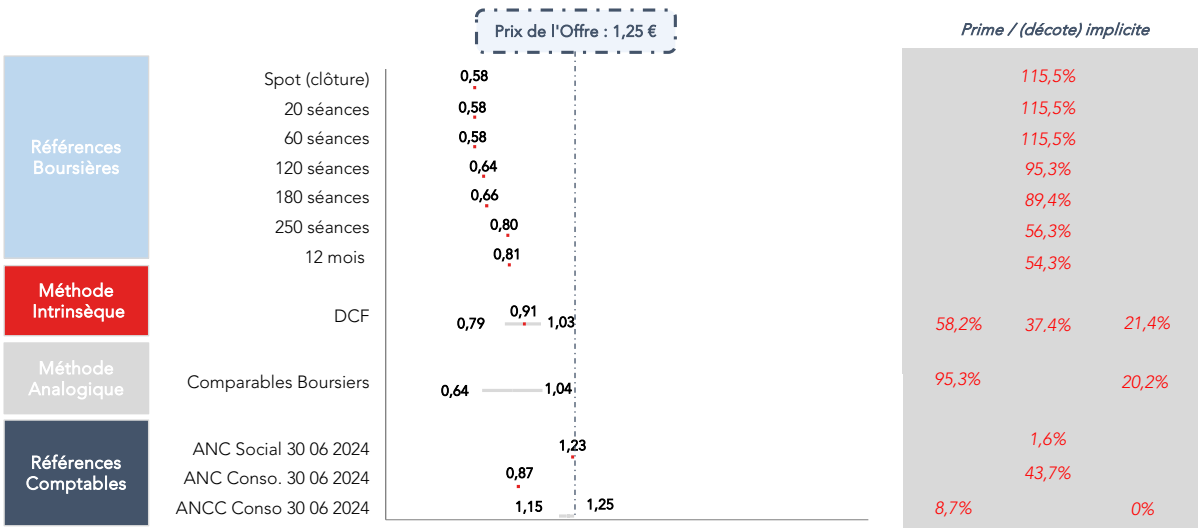
4.8. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau, ci-dessous, mentionnant le niveau de prime / décote induit par le Prix de l'Offre de **1,25 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre pour valoriser l'Action (en €) :

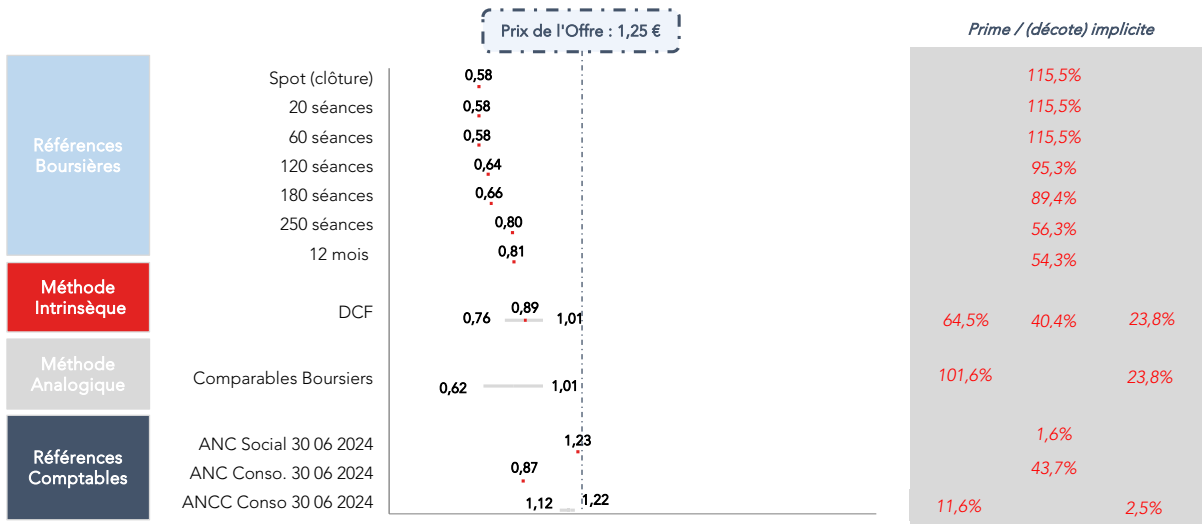
- Sans l'exercice des Options qui, par construction, implique l'octroi du Complément de Prix Conditionnel (§ 2.3.2), ci-après « **CPC** » :



- En considérant l'exercice de l'Option d'Achat qui, par construction, neutralise le Complément de Prix Conditionnel :



➤ En considérant l'exercice de l'Option de Vente qui, par construction, neutralise le Complément de Prix Conditionnel :



Nous observons que l'écart maximal de valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère selon que les Options sont ou non exercées (0,65 €¹³⁵) est couvert par le Complément de Prix Conditionnel.

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par CA-CIB en sa qualité d'Établissement Présentateur, relatés dans le Projet de Note d'Information¹³⁶.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'Établissement Présentateur a eu recours.

Pour tenir compte des spécificités des activités du Groupe, l'Établissement Présentateur a procédé, comme nous, à une somme des parties, tant en valorisation intrinsèque qu'en valorisation analogique : Activité Stockage d'énergie, d'une part, Activité e-Mobility et Activité Infrastructure de recharge électrique, d'autre part.

Il ressort de la comparaison des travaux d'évaluation respectifs les principaux points suivants ; les commentaires ci-après concernent l'évaluation de l'Action sans exercice des Options, lesquelles ont été évaluées par Ledouble et CA-CIB quasiment à l'identique, tant en ce qui concerne la méthode de calcul, décrite dans l'accord ayant présidé à la constitution de la joint-venture avec Stellantis (§ 4.4) que les résultats qui en découlent.

5.1. Date de référence

Les paramètres financiers de CA-CIB sont en date du 3 octobre 2024 versus 30 septembre 2024 pour Ledouble.

5.2. Dette financière nette

Nous avons différencié le montant de l'endettement net de la valorisation intrinsèque de celui de la valorisation analogique dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

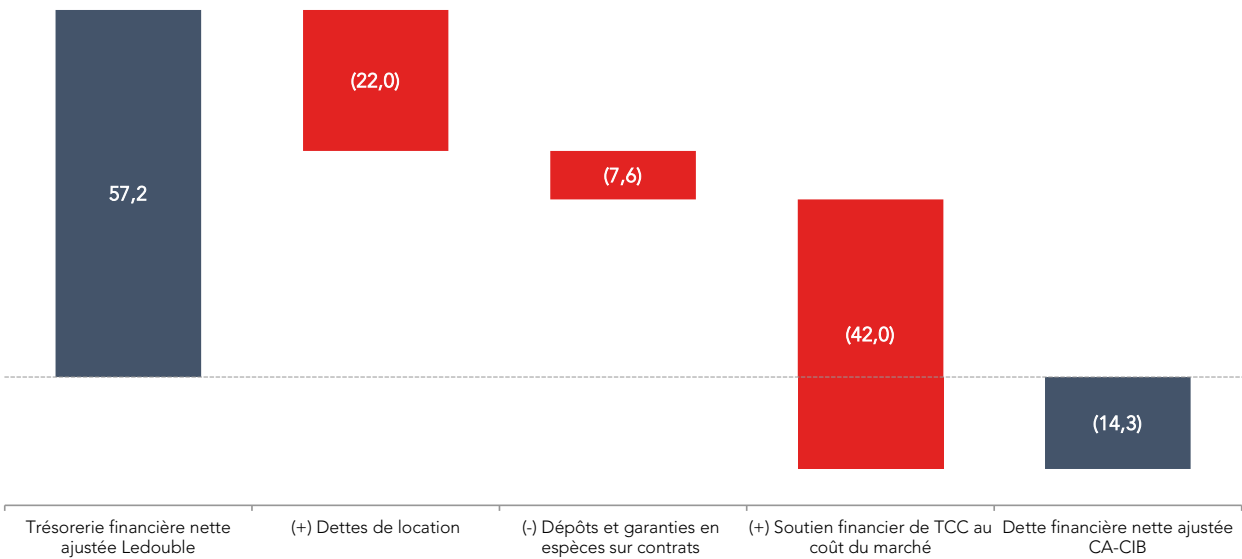
¹³⁵ Écart maximal de valeurs résultant de la borne haute de l'évaluation intrinsèque (§ 4.5.5).
¹³⁶ Projet de Note d'Information, 3 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ».

du Groupe ; l'Établissement Présentateur retient un endettement net financier identique en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique.

L'Établissement Présentateur et Ledouble se réfèrent aux comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2024.

L'endettement financier net de l'Établissement Présentateur et le nôtre en valorisation intrinsèque se réconcilient comme suit :

Écarts d'endettement financier net entre Ledouble et CA-CIB (M€)



L'examen comparé des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres appelle de notre part les commentaires suivants :

- l'Établissement Présentateur retraite l'incidence de la norme IFRS 16 et de la charge de loyers prévisionnels au niveau de l'endettement financier net, tandis que nous les intégrons dans les flux du Plan d'Affaires ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, et après confirmation de la Société, nous considérons que les dépôts et garanties en espèces sur contrats¹³⁷ font partie intégrante de l'endettement financier net, dans la mesure où :
 - les garanties en espèces ne sont requises que lorsque les lignes de crédit disponibles ne couvrent pas entièrement la demande de caution sur le projet considéré ; la solvabilité de l'Activité Stockage d'énergie ne justifierait désormais plus d'y recourir ;
 - les dépôts de garantie CEF et la dette associée se rapportent à une subvention accordée par l'Union européenne ;
- l'Établissement Présentateur retraite le soutien financier de TCC, dans l'hypothèse d'un retrait de l'aide financière accordée par TCC à NHOA sous la forme de lettres de soutien, actuellement fournies à titre gracieux, ce qui conduirait NHOA à assumer le coût de son financement de façon autonome :

¹³⁷ Garantie en espèces sur contrats long terme : 4,6 M€ + garantie en espèces sur contrats court terme : 3,9 M€ + Dépôts de garantie CEF : 9,1 M€ - Dettes CEF : 10,0 M€ (§ 4.1.6.1 et § 4.1.6.2).

- l'ajustement de la dette nette estimé à ce titre par CA-CIB table sur une majoration significative du coût du financement du Groupe ;
- nous considérons pour notre part que le Plan d'Affaires, élaboré par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration, tient compte du financement nécessaire au Groupe dans la configuration actuelle de l'actionnariat, et que les Actionnaires Minoritaires ont investi au capital de la Société en tablant sur la permanence de la présence de TCC en tant qu'actionnaire majoritaire ainsi que sur sa capacité à financer durablement l'activité ; nous n'avons en outre pas été mandatés pour émettre un avis de solvabilité.

5.3. Références boursières

L'Établissement Présentateur a examiné les références boursières sur des périodes de 60, 120 et 180 séances pour déterminer les CMPV ; nous les avons calculés sur des périodes de 20, 60, 120, 180 et 250 séances (§ 4.3.1¹³⁸).

CA-CIB et Ledouble ne mentionnent qu'à titre indicatif les objectifs de cours des analystes (§ 4.3.2).

5.4. Actif net comptable et Actif net comptable corrigé

L'Établissement Présentateur a retenu l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2024 comme critère d'analyse ; nous avons étendu notre analyse à l'actif net comptable statutaire issu des comptes semestriels de la Société (§ 4.7).

Nous avons par ailleurs mobilisé l'actif net comptable corrigé en tant que méthode d'évaluation, afin notamment d'appréhender la contribution maximale d'Atlante à la valeur de l'Action (§ 4.7).

5.5. Transactions récentes sur le capital de la Société

L'Établissement Présentateur mentionne à titre indicatif les transactions récentes sur le capital de la Société¹³⁹ ; nous ne retenons pas cette référence dans nos critères d'évaluation (§ 4.2.3).

5.6. Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF fait apparaître les principales différences suivantes :

- Taux d'actualisation :
 - l'Établissement Présentateur se réfère, dans le principe, à un coût moyen pondéré du capital (Wacc) en approche « indirecte », dissociant le coût des fonds propres et celui de la dette, alors que nous retenons un coût du capital en approche « directe », à partir du beta de l'actif économique ;
 - les taux d'actualisation recèlent les différences méthodologiques suivantes :
 - un beta de l'actif économique beta moyen des 5 dernières années se référant à l'échantillon des Comparables Boursiers (Ledouble) versus un beta se référant au beta moyen 1 an des principaux comparables boursiers (CA-CIB) ;

¹³⁸ Les écarts non significatifs de CMPV peuvent résulter des ajustements opérés par certaines bases de données de marché et par les modalités de calcul utilisées pour déterminer les cours moyens pondérés par les volumes.

¹³⁹ Acquisition de 2024 et Augmentation de Capital de 2023.

- une prime de risque de marché de 7,0%¹⁴⁰ pour CA-CIB *versus* 6,2% pour Ledouble ;
 - Ledouble et CA-CIB retiennent des taux d'actualisation relativement proches pour l'Activité Stockage d'énergie (respectivement 13,1% et 13,4%) et l'Activité e-Mobility (respectivement 16,3% et 15,7%). Pour l'Activité Infrastructure de recharge électrique, Ledouble retient le rendement marché (9,2%) tandis que CA-CIB applique le taux d'actualisation de l'Activité e-Mobility (§ 4.5.2).
- Taux de croissance perpétuelle :

Ledouble et CA-CIB tablent sur un taux de croissance perpétuelle identique de 2,0% pour déterminer la valeur centrale de l'Action (§ 4.5.3).

➤ Méthodologie :

Ledouble et CA-CIB ont retenu la méthode DCF en somme des parties pour les trois activités du Groupe.

L'Établissement Présentateur a extrapolé le Plan d'Affaires d'Atlante jusqu'en 2032 en calculant au-delà une valeur terminale, alors que nous nous référons aux estimations de la Direction étendues à 2045, sans flux additionnels au-delà de cet horizon du fait de l'extinction de cette activité (§ 4.5.4).

En définitive, les valeurs centrales de l'Action sans exercice des Options déterminées de part et d'autre (1,15 € selon CA-CIB *versus* 1,50 € selon Ledouble) se différencient pour l'essentiel par :

- le montant de la dette financière nette (§ 5.2) ; et
- les paramètres d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie de l'Activité Infrastructure de recharge électrique.

5.7. Valorisation analogique

CA-CIB et Ledouble présentent des échantillons de sociétés européennes et américaines réputées comparables à NHOA qui se recoupent partiellement :

- pour l'Activité Stockage d'énergie, seules les sociétés Fluence et Alfen sont communes aux deux panels¹⁴¹ ;
- pour l'Activité e-Mobility et l'Activité Infrastructure de recharge électrique, certains de nos Comparables Boursiers ne font pas partie du panel de l'Établissement Présentateur¹⁴² ; nous avons écarté ChargePoint et Beam Global de notre sélection en l'absence de rentabilité positive à court terme.

En ce qui concerne les modalités de mise en œuvre de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers, les différences entre Ledouble et CA-CIB sont les suivantes :

- nous avons calculé des multiples médians à partir des capitalisations boursières des sociétés comparables en moyenne 3 mois au 30 septembre 2024 ; l'Établissement Présentateur s'est référé à une moyenne 1 mois au 3 octobre 2024 ;
- nous avons appliqué les multiples d'EBITDA des années 2026 et 2027 aux agrégats issus du Plan d'Affaires, tandis que l'Établissement Présentateur se limite à l'année 2026 ;

¹⁴⁰ Source : Bloomberg.

¹⁴¹ CA-CIB retient les sociétés Alfen, Enphase, Entech, Eos et Fluence.

¹⁴² CTEK, Fastned et Zaptec.

En définitive, sans exercice des Options, la valeur analogique de l'Action obtenue par l'Établissement Présentateur (1,68 €) se trouve décalée par rapport à notre fourchette de valorisation analogique de l'Action (entre 1,00 € et 1,52 €) en raison des écarts d'endettement financier net (§ 5.2), d'une part, et des multiples d'EBITDA de CA-CIB plus élevés que ceux de Ledouble au vu de la constitution et du traitement des échantillons respectifs de comparables boursiers, d'autre part.

5.8. Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos fourchettes de valeurs de l'Action avec celles de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après (en €)¹⁴³ :

Comparaison des valeurs de l'Action entre Ledouble et CA-CIB													
€/ Action		Ledouble			Prime/(décote)			CA-CIB			Prime/(Décote)		
		Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre		1,25						1,25					
Prix de l'Offre incluant le Complément de Prix Conditionnel		1,90						1,90					
Références boursières													
Spot (clôture)			0,58		115,5%				0,58		114,0%		
20 séances			0,58		115,5%						114,0%		
60 séances			0,58		115,5%				0,58		114,0%		
120 séances			0,64		95,3%				0,64		94,2%		
180 séances			0,66		89,4%				0,69		81,8%		
250 séances			0,80		56,3%								
12 mois			0,81		54,3%								
Méthode intrinsèque													
DCF	Sans exercice des Options	1,35	1,50	1,66	40,7%	26,7%	14,5%	1,13		1,18	68,1%	61,0%	
	Avec exercice du Call	0,79	0,91	1,03	58,2%	37,4%	21,4%		0,67			86,8%	
	Avec exercice du Put	0,76	0,89	1,01	64,5%	40,4%	23,8%		0,63			96,9%	
Méthode analogique													
Comparables boursiers	Sans exercice des Options	1,00		1,52	90,0%		25,0%		1,68			13,1%	
	Avec exercice du Call	0,64		1,04	95,3%		20,2%		0,87			44,0%	
	Avec exercice du Put	0,62		1,01	101,6%		23,8%						
Références Comptables													
ANC Social 30 06 2024			1,23		1,6%								
ANC Conso 30 06 2024			0,87		43,7%				0,89		40,4%		
ANCC Conso 30 06 2024													
	Sans exercice des Options	1,55		1,84	22,6%		3,3%						
	Avec exercice du Call	1,15		1,25	8,7%		-						
	Avec exercice du Put	1,12		1,22	11,6%		2,5%						
Primes non affichées par CA-CIB, calculées par Ledouble													

¹⁴³ Les primes sur les références boursières sont calculées en fonction du Prix de l'Offre de 1,25 € i.e. hors Complément de Prix Conditionnel.

6. Commentaires sur les Accords et Opérations Connexes

Compte tenu de notre saisine au titre de l'article 261-1 I 4° (§ 1.1), nous commentons ci-après les dispositions que nous avons recensées dans le corpus juridique de l'Offre, assimilables à des Accords et Opérations Connexes, étant rappelé qu'à l'exception du dispositif du Contrat de Liquidité (§ 6.1), l'Initiateur n'a connaissance d'aucun autre accord et n'est partie à aucun autre accord qui serait de nature à avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre, et qu'il ne nous en a pas été signalé (§ 1.1 et § 2.5) ; nous mentionnons toutefois l'alignement des conditions de cession des Actions dans le cadre des Acquisitions de Blocs sur les conditions financières de l'Offre (§ 6.2).

6.1. Contrats de liquidité

Les contrats de liquidité concernant les Actions Bloquées (§ 2.4.2) reposent sur le principe de promesses d'achat et de vente décrites comme suit dans le Projet de Note d'Information¹⁴⁴ :

- Messieurs Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, en tant que détenteurs d'Actions Bloquées, se verront offrir la possibilité de conclure chacun un Contrat de Liquidité avec l'Initiateur afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en espèces pour leurs Actions Bloquées qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre ;
- les contrats de liquidité comprendront une promesse d'achat (option de vente) accordée par l'Initiateur à chacun des détenteurs d'Actions Bloquées, exerçable pendant une période de 20 jours ouvrables suivant la date de disponibilité¹⁴⁵, suivie d'une promesse de vente (option d'achat) accordée par chacun des détenteurs d'Actions Bloquées à l'Initiateur, exerçable pendant une période de 20 jours ouvrables suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option de vente, pour autant que cette dernière n'ait pas été exercée ;
- ces options de vente et d'achat ne seraient exerçables que dans l'hypothèse où l'Initiateur demanderait la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de la clôture de l'Offre, en cas de radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris pour quelque raison que ce soit, ou dans le cas d'une très faible liquidité du marché des actions après la clôture de l'Offre ;
- en cas d'exercice de ces options de vente et d'achat, le prix des Actions Bloquées concernées serait le Prix de l'Offre, minoré de toute distribution de quelque nature que ce soit ou de tout produit de quelque nature que ce soit effectivement reçu par MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu entre la date de clôture de l'Offre et la date de réalisation de la vente des Actions Bloquées résultant de l'exercice des options de vente ou d'achat ; le Complément de Prix Conditionnel, s'il était dû, serait en outre versé à MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu dans la mesure où les promesses d'achat et de vente susmentionnées seraient exercées.

Au vu de ses caractéristiques, le Contrat de Liquidité¹⁴⁶ proposé à chacun des détenteurs d'Actions Bloquées ne comporte pas de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

¹⁴⁴ Projet de Note d'Information, § 2.6.2 « Mécanisme de liquidité ».

¹⁴⁵ La date de disponibilité signifie le premier jour ouvrable suivant l'expiration de la période de détention applicable aux Actions Bloquées (i.e. le 28 juillet 2025, sous réserve de la levée des périodes de détention prévues par les lois et réglementations applicables), étant entendu que, en ce qui concerne les Actions Gratuites Conservées, la date de disponibilité signifie le premier jour ouvrable suivant la date de cessation des fonctions de MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu, respectivement.

¹⁴⁶ Les deux contrats de liquidité tels qu'il nous ont été présentés seront signés postérieurement à l'émission du Rapport.

6.2. Acquisitions de Blocs

Les Actions cédées dans le cadre des Acquisitions de Blocs, dont le prix de cession sera rehaussé de 1,10 € à 1,25 €, sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et ouverte aux Actionnaires Minoritaires, se voient accorder les conditions de l'Offre, en ce compris le Complément de Prix Conditionnel qui en fait partie intégrante (§ 2.3.2 et 2.6).

6.3. Synthèse

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

7. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Par un communiqué de presse du [17 juin 2024](#), NHOA a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site internet le [20 juin 2024](#).

En date du 21 juin 2024, du 3 juillet 2024, du 11 juillet 2024, du 16 juillet 2024, du 16 août 2024 et du 21 août 2024¹⁴⁷, nous avons reçu de la part d'un actionnaire de la Société (l'« **Actionnaire Minoritaire** ») six courriels nous soumettant les observations suivantes, que nous avons regroupées par thématiques et complétées d'éléments contextuels pour en articuler la lecture avec d'autres parties du présent Rapport, d'une part, et y apporter des éléments de réponse, d'autre part (§ 7.1 à § 7.8).

En date du 9 octobre 2024, faisant suite à sa lecture du Projet de Note d'Information déposé auprès de l'AMF le même jour, l'Actionnaire Minoritaire nous a adressé un septième courriel, auquel nous apportons également des éléments de réponse sur les sujets qui n'avaient pas déjà été abordés dans les précédentes correspondances, portant notamment sur le Complément de Prix Conditionnel (§ 7.9).

Nous n'avons pas reçu d'autres correspondances ni fait l'objet d'autres démarches de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous a pas été signalé par la Direction¹⁴⁸, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF d'observations formulées par des Actionnaires Minoritaires qui remettraient en cause les termes de l'Offre.

7.1. Niveau historique du cours de bourse

L'historique du cours de l'Action est évoqué par l'Actionnaire Minoritaire au travers d'une comparaison entre les deux dernières augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription intervenues successivement en novembre 2021 et en août-septembre 2023.

7.1.1. Référence à l'Augmentation de Capital de 2021

L'Actionnaire Minoritaire constate que la référence à l'Augmentation de Capital de 2021 n'est pas mentionnée dans le Projet de Note d'Information Initial. En outre, il considère que le fait que

¹⁴⁷ L'Actionnaire se réfère au Projet de Note d'Information Initial.

¹⁴⁸ La Direction nous a transmis le 15 octobre 2024 les réponses apportées à des questions posées par des actionnaires dans des mails reçus entre juin et octobre 2024 par le service des relations avec les investisseurs qui ne remettent pas en cause les termes de l'Offre.

l'Augmentation de Capital de 2021 ait été sursouscrite à proportion de 1,4x¹⁴⁹ est la preuve de son attractivité pour les actionnaires de la Société, soulignant par là-même le contraste avec la participation importante de TCEH à l'Augmentation de Capital de 2023 qui s'est avérée nécessaire pour en assurer la souscription intégrale (§ 2.2 et § 7.1.2).

Pour mémoire, l'Augmentation de Capital de 2021, qui s'inscrivait dans le prolongement de l'offre publique initiée par TCEH sur les titres NHOA en avril 2021 (§ 2.2), avait permis l'entrée au capital de NHOA de nouveaux actionnaires, dont des fonds parmi lesquels Deka International, qui détenait plus de 5%¹⁵⁰ du capital de la Société jusqu'à l'Augmentation de Capital de 2023 (§ 7.1.2).

Nous précisons que :

- le cours de bourse a baissé de 17% à l'annonce de l'OPAS en avril 2021 pour s'ajuster au prix de l'offre de 17,10 € par Action (§ 4.3.1) ;
- la décote entre le prix de l'OPAS (17,10 € par Action) et le prix de souscription à l'Augmentation de Capital de 2021 (10,96 € par Action) ressortait à environ 36% ; et
- le Projet de Note d'Information Initial fait référence aux opérations intervenues sur le capital sur les 18 derniers mois, à savoir l'Augmentation de Capital de 2023 et le rachat par TCEH de 3.000.000 Actions auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations au prix de 0,5590 € par Action (§ 2.2 et § 4.2.3).

7.1.2. Référence à l'Augmentation de Capital de 2023

La Société a annoncé, par communiqué de presse du 1^{er} mai 2023¹⁵¹, deux alternatives pour financer ses besoins de financement :

- « une émission d'obligation convertible verte (*« l'Obligation Convertible Verte »*) « de 250 M€ à 5 ans à un prix de conversion minimum de 8,26 €, supérieur de 115% au dernier cours de clôture [au 28 avril 2023 de 3,84 €], à refinancer via une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription » et,
- « alternativement, le lancement d'une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription en 2023 ».

Les deux transactions bénéficiant du soutien de TCC :

- TCC s'était engagé à souscrire à l'Obligation Convertible Verte proportionnellement à sa part du capital de la Société, voire moins en cas de demande d'investisseurs institutionnels, mais était prêt à souscrire « jusqu'à 90 % de l'émission », avec en rémunération un coupon d'environ 5 % ;
- dans le cas du choix de l'Augmentation de Capital de 2023, TCC annonçait un taux de souscription d'au moins 75 %, « afin de garantir sa réalisation, avec un produit total reçu par NHOA qui ne soit pas inférieur à 250 millions d'euros ».

¹⁴⁹ La demande totale de l'Augmentation de Capital de 2021 s'est élevée à environ 160 M€, supérieure au montant visé de 140 M€ (§ 2.2 et § 4.3.1).

¹⁵⁰ Deka International a informé l'AMF du franchissement de seuil de 5% le 9 décembre 2021, et détenait à l'issue de l'Augmentation de Capital de 2021 5,36% du capital de la société. DEU [2021](#), p. 235.

¹⁵¹ « Prochaine levée de fonds de 250 millions d'euros soutenue par TCC pour financer la croissance sans précédent de NHOA », communiqué de presse NHOA, [1^{er} mai 2023](#).

Nous notons que cette annonce a eu peu d'impact sur le cours de bourse ; l'Action cotait en effet pré-annonce entre 3,84 € et 4,44 €, puis a évolué entre 3,30 € et 4,50 € le mois suivant. Ces cours s'avèrent nettement inférieurs au prix de conversion minimum de 8,26 € de l'émission de l'Obligation Convertible Verte telle qu'envisagée en alternative à l'augmentation de capital avec DPS.

Suite à l'Assemblée générale mixte du 15 juin 2023¹⁵², qui a finalement fait le choix de l'augmentation de capital avec DPS (§ 2.2) (la résolution relative à l'émission de l'Obligation Convertible Verte ayant été rejetée par les actionnaires, étant précisé que TCEH s'était abstenue de voter sur cette résolution), dont le produit était « consacré au financement la croissance, multipliée par 10, de NHOA Energy et au déploiement accéléré d'Atlante, qui a[vait] déjà atteint plus de 50% des objectifs 2025 », le cours de l'Action est resté stable au cours du mois suivant, entre 3,20 € et 4,04 €.

Durant le mois précédant le lancement de l'Augmentation de Capital de 2023, l'Action cotait entre 3,40 € et 3,86 €, et 3,42 € le 28 août 2023, veille de l'annonce de l'Augmentation de Capital de 2023¹⁵³ (§ 2.2).

Le cours s'est effondré du fait de l'Augmentation de Capital de 2023, qui a conduit, par l'application de la clause de *backstop* de TCC, à une relation massive de l'Initiateur, lequel, en définitive a souscrit à proportion d'environ 90,1%¹⁵⁴ à l'Augmentation de Capital de 2023¹⁵⁵.

Depuis l'Augmentation de Capital de 2023, le cours de l'Action s'est alors situé durablement, et artificiellement selon l'Actionnaire Minoritaire, en-dessous du prix de l'Augmentation de Capital de 2023 de 1,0 €, dissuadant de nouveaux investisseurs.

L'Actionnaire Minoritaire estime par conséquent que TCC avait intérêt à réduire fortement le flottant et a pris toutes les dispositions pour y parvenir, entraînant au passage la sortie des gérants¹⁵⁶ dès l'annonce de l'Augmentation de Capital de 2023, le fonds luxembourgeois Deka International étant responsable de la plupart des ventes¹⁵⁷ ; il fait observer :

- par référence à la note d'opération relative à l'Augmentation de Capital de 2023, que l'Initiateur aurait détenu 96,77%¹⁵⁸ du capital de la Société si TCEH avait souscrit à cette occasion à l'intégralité des titres proposés aux actionnaires ;
- qu'à la différence de l'Augmentation de Capital de 2021, l'Augmentation de Capital de 2023 n'a pas fait entrer de nouveaux actionnaires au capital de la Société ;
- que les actionnaires ayant pris part à l'Augmentation de Capital de 2023 ont été conduits à y souscrire à un cours presque divisé par 11 par rapport à l'Augmentation de Capital de 2021, en posant dès lors la question de savoir comment la valeur d'une société en pleine croissance, en moins de deux ans, peut être divisée par 11.

¹⁵² « Approbation d'une augmentation de capital de 250 millions d'euros avec droit préférentiel de souscription », communiqué de presse NHOA, [15 juin 2023](#).

¹⁵³ « Lancement d'une augmentation de capital d'environ 250 millions d'euros afin de soutenir la stratégie de croissance de NHOA sur le marché de la transition énergétique », [29 août 2023](#).

¹⁵⁴ [Nombre d'Actions souscrites par TCEH à titre irréductible correspondant à l'exercice de ses DPS : 162.654.272 + Nombre d'Actions souscrites par TCEH en vertu de la clause de *backstop* : 62.268.112] / Nombre d'Actions émises lors de l'Augmentation de Capital de 2023 : 249.663.040 (§ 2.2).

¹⁵⁵ « NHOA annonce le résultat de son augmentation de capital d'environ 250 millions d'euros », communiqué de presse NHOA, [15 septembre 2023](#).

¹⁵⁶ Source : Morningstar, Stock « XPAR », *rating as of Jul 1, 2024* : Total Shares Held (Top 20) : 0,62%, dont Deka-Nachhaltigkeit : (0,23% + 0,10% + 0,04% = 0,37%) ; Atomo : 0,11% ; R-co Midcap : 0,10% ; Invesco : 0,03%.

¹⁵⁷ Source : Boursier.com, « NHOA : Deka International a presque tout vendu », [7 novembre 2023](#).

¹⁵⁸ Note d'opération visée par l'AMF le 28 août 2023, [p. 47](#).

Nous précisons que :

- l'Augmentation de Capital de 2023, qui a été visée par l'AMF le 28 août 2023, n'était pas une augmentation de capital réservée à l'Initiateur, l'ensemble des actionnaires de NHOA ayant été libres d'y souscrire ;
- la souscription des Actions additionnelles par l'Initiateur dans le cadre de l'Augmentation de Capital de 2023 avait pour objectif de garantir la réalisation de l'Augmentation de Capital de 2023 ; et
- la capitalisation boursière de NHOA après l'Augmentation de Capital de 2023 était proche de celle après l'Augmentation de Capital de 2021¹⁵⁹.

En tout état de cause, l'Augmentation de Capital de 2021 et l'Augmentation de Capital de 2023 ont été réalisées avec le maintien du DPS.

7.2. Références boursières

7.2.1. Référence au cours de bourse

L'Actionnaire Minoritaire estime que *« la prime sur le dernier cours coté ne peut pas tout justifier dans la perspective d'un RO synonyme d'expropriation définitive », « les investisseurs ayant presque tout perdu depuis [l'Augmentation de Capital de 2021] »* [sic].

Comme nous l'avons observé, l'Action affiche une performance négative de l'ordre de 90% depuis son introduction en bourse et au cours des trois dernières années (§ 4.3.1).

Si la référence au cours de bourse est un critère à retenir, nous précisons toutefois que nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère.

Pour mémoire, le prix de l'OPAS en avril 2021 faisait ressortir une décote de près de 19% sur le dernier cours de bourse pré-annonce (21,0 €), la référence au cours de bourse ayant été retenue à titre principal par l'initiateur et l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'OPAS.

7.2.2. Référence aux objectifs de cours des analystes

L'Actionnaire Minoritaire nous invite à prendre en considération dans notre analyse de la valeur de l'Action non seulement les cours de bourse pré-Augmentation de Capital de 2023 (notamment à 12 mois, 24 mois et 36 mois), mais également les objectifs de cours des analystes pré et surtout post-Augmentation de Capital de 2023, en attirant l'attention sur le fait que ces objectifs de cours ont baissé dans des proportions moindres que le cours de l'Action, sur le secteur du stockage d'énergie *« extrêmement porteur en Europe car les réseaux électriques sont et seront de plus en plus insuffisants pour faire face à la demande »* [sic].

Il se réfère à des objectifs de cours à plusieurs dates, supérieurs au Prix de l'Offre Initiale de 1,10 € :

- au 28 décembre 2023, un Score card¹⁶⁰ mentionne un objectif de cours de 2,00 €, pour une valeur intrinsèque de 1,23 € ;
- à des dates plus récentes, Zonebourse et Boursier.com indiquent un consensus de respectivement 2,9 € et 2,05 €.

¹⁵⁹ Respectivement 275 M€ et 280 M€.

¹⁶⁰ De source Kepler Cheuvreux selon l'Actionnaire Minoritaire.

Comme mentionné *supra* (§ 4.3.2), les derniers objectifs de cours avant l'annonce de l'Offre des trois analystes en charge du suivi du titre ressortent entre 1,10 € pour Kepler Cheuvreux et 2,90 € pour Bryan Garnier.

Cours cibles des analystes

Analyste	Date	Cours cible
Mediobanca	28-mai-24	1,20 €
Bryan Garnier	24-avr.-24	2,90 €
Kepler Cheuvreux	22-févr.-24	1,10 €
Moyenne		1,73 €
Médiane		1,20 €
Min		1,10 €
Max		2,90 €

Source : notes des analystes

L'objectif de cours au Prix de l'Offre Initiale de 1,10 € présenté par Kepler Cheuvreux, à la différence des deux autres analystes de recherche qui tablent sur un objectif de cours supérieur au Prix de l'Offre Initiale, s'explique, selon l'Actionnaire Minoritaire, par le fait que, comme indiqué dans le Projet de Note d'Information Initial :

- « À compter de la date de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir, par l'intermédiaire de Kepler Cheuvreux, des Actions sur le marché ou hors marché [...] »¹⁶¹ ;
- « Kepler Cheuvreux [...], prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre. »¹⁶² ;

Kepler Cheuvreux a par ailleurs été mandaté par NHOA dans le cadre d'une « recherche sponsorisée » [sic].

L'Actionnaire Minoritaire note, en outre, à la lecture du Projet de Note d'Information Initial, que « L'Établissement Présentateur a estimé le taux de croissance perpétuelle à +2,00% pour chaque division, en ligne avec les estimations moyennes des taux de croissance perpétuelle retenus par les analyses récentes de Kepler Cheuvreux sur la Société. »¹⁶³ ; hormis le fait que l'Établissement Présentateur se réfère précisément au taux de croissance perpétuelle retenu par Kepler Cheuvreux, ce taux de 2% lui paraît « bien bas pour le passage à l'électrification » [sic].

Nous observons que l'ensemble des analystes financiers n'ont cessé de revoir à la baisse leur objectifs de cours depuis plus d'un an, et ce dans des proportions comparables à l'évolution du cours de bourse ; certains objectifs de cours publiés à l'appui de notes d'analystes (§ 4.3.2) ont été réitérés en juin 2024 :

¹⁶¹ Projet de Note d'Information Initial, p. 10.

¹⁶² Projet de Note d'Information Initial, p. 11.

¹⁶³ Projet de Note d'Information Initial, p. 27.

Évolution des objectifs de cours

	Bryan Garnier	Kepler Cheuvreux	Mediobanca	Société Générale*	Moyenne CMPV mois précédant
avr-23			7,18 €	3,84 €	7,49 €
mai-23	3,84 €			3,40 €	
juin-23					
juil-23	3,60 €	5,03 €	5,03 €		
août-23	4,03 €	2,30 €			
sept-23					
oct-23	0,64 €			0,64 €	
nov-23		1,10 €			
déc-23					
janv-24					
févr-24					
mars-24					
avr-24	2,90 €				
mai-24					
juin-24		1,10 €	1,20 €		0,58 €
Evolution en %	(24,5%)	(78,1%)	(83,3%)	(83,3%)	(92,3%)

Source : Bloomberg, Capital IQ, analyses Ledouble

* Arrêt du suivi

Nous avons par ailleurs retenu, comme l'Établissement Présentateur, un taux de croissance perpétuelle de 2% (§ 4.5.3 et § 5.6)

7.3. Comparables boursiers

À l'appui des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre Initiale par l'Établissement Présentateur insérés dans le Projet de Note d'Information Initial¹⁶⁴, l'Actionnaire Minoritaire relève une « incohérence » [sic] :

- pour NHOA Energy, le multiple de 10,0x appliqué à l'EBITDA 2026 et le multiple de 13,0x ressortant du tableau de présentation des ratios VE/EBITDA en moyenne de l'échantillon « Storage » ;
- pour Atlante, le multiple de 9,3x appliqué à l'EBITDA 2026 et le multiple de 10,3x ressortant du tableau de présentation des ratios VE/EBITDA en moyenne de l'échantillon « e-Mobility ».

Il remet en question le principe d'une moyenne générale de 10,2x sur l'ensemble des trois segments (« Storage », « e-Mobility », « Diversified »), en tout état de cause supérieure à la « fourchette haute retenue [pour la valorisation de « Storage » et « eMobility » respectivement] à 10 et 9,2 » [sic].

Nous apportons à l'Actionnaire Minoritaire des précisions sur le calcul des multiples retenus par l'Établissement Présentateur pour la valorisation de NHOA Energy et celle d'Atlante, qui intègrent chacun le multiple de la société d'Alfen opérant à la fois dans le stockage d'énergie et les infrastructures de recharge électrique¹⁶⁵ (§ 5.7).

En outre, l'Actionnaire Minoritaire se réfère à un multiple de 13,2x¹⁶⁶ EBITDA 2026 pour le comparable boursier Entech Smart Energies, alors même que le multiple d'EBITDA 2026 n'est pas renseigné pour cette société par l'Établissement Présentateur ; l'ajout du multiple de 13,2x rehausserait la moyenne des multiples VE/EBITDA 2026 de l'échantillon des comparables boursiers « Storage ».

¹⁶⁴ Projet de Note d'Information Initial, p. 31.

¹⁶⁵ Par référence aux éléments d'appréciation du Prix de l'Offre dans le Projet de Note d'Information Initial, § 3.3.2, p. 31, pour Nhoa Energy : $(9,6+16,3+4,1) / 3 = 10,0$ et pour Atlante : $(11,3+5,2+22,4+5,9+6,8+4,1) / 6 = 9,3$.

¹⁶⁶ Source : Zonebourse.

Nos multiples de rentabilité 2026 sont finalement inférieurs à ceux retenus par l'Établissement Présentateur (§ 5.7).

7.4. Transactions comparables

L'Actionnaire Minoritaire, outre l'abondance des financements de recharges rapides, invoque la multiplication des « *annonces de construction de bornes* » et des investissements dans le stockage d'énergie¹⁶⁷, qui lui font craindre que « *TCC [ayant] de l'avance dans ce domaine [et disposant d']un réseau mondial, NHOA pourrait faire l'objet d'un rachat ou d'une fusion ... qui pourraient justifier un second complément de prix sur 5 ans* » [sic] ; il se réfère plus particulièrement aux deux transactions suivantes, pour apporter des éléments d'appréciation sur l'évaluation de la division stockage de NHOA à partir de multiples de capacités :

- la transaction d'un montant de 90 M€¹⁶⁸, opérée par TotalEnergies pour la reprise de Kyon Energy¹⁶⁹, acteur plus petit que NHOA, disposant de 120 MW opérationnels et de 350 MW en construction, soit au total 470 MW, à comparer aux 975 MW opérationnels et 1.058 MW en construction, soit au total 2.033 MW de NHOA, soit un différentiel de capacité exprimé par un multiple de $2.033 \text{ MW} / 470 \text{ MW} = 4,32x$ qui induirait une valorisation de la division stockage de NHOA, à l'aune de ses propres capacités, à $90 \text{ M€} \times 4,32 = 389 \text{ M€}$;
- l'investissement de 300 M€ consacré par TotalEnergies et l'énergéticien britannique Scottish & Southern Energy (SSE) pour le lancement de « Source », société de recharge de véhicules électriques en Grande-Bretagne et en Irlande détenue à parité par les deux groupes, qui « *déploiera et exploitera quelque 3.000 bornes de recharge rapide dans les deux pays ces cinq prochaines années* »¹⁷⁰ ; l'Actionnaire Minoritaire rapproche le montant de l'investissement de 300 M€ susmentionné du « *prix proposé par TCC pour tout NHOA* » [sic], en observant qu'« *Atlante représente à ce jour plus de 4.000 bornes construites ou en construction* » [sic].

En l'absence d'information exhaustive sur ces deux transactions, nous ne sommes pas en mesure de retenir la référence aux multiples de capacités.

Plus généralement, nous n'avons pas retenu la référence aux Transactions Comparables (§ 4.2.2).

Nous portons une appréciation du point de vue financier sur l'équité du Prix de l'Offre dans les conditions actuelles du marché et sur la base d'informations que nous avons été en mesure de valider ; à cet égard, nous sommes d'avis que le choix des critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus est rationnel et suffisant pour apprécier les conditions financières de l'Offre.

7.5. Déficits fiscaux

L'Actionnaire Minoritaire met en avant l'ampleur des déficits fiscaux qui sont « *clairement mobilisables puisque le stockage est rentable* » [sic], et constate qu'ils ne sont pas évoqués dans le dépôt de l'Offre par TCC, alors même qu'« *ils représentent environ 100 M€ [en valeur non actualisée] donc potentiellement environ 25 M€ [en valeur actualisée]* » [sic], et qu'ils « *avaient été valorisés lors de l'OPA de 2021 (10 M€ actualisés)* ». [sic]

¹⁶⁷ Source : Google « *stockage d'énergie millions* » [sic].

¹⁶⁸ Auquel s'ajouteront des compléments de prix liés à la réalisation d'objectifs de développement.

¹⁶⁹ « *Allemagne : TotalEnergies acquiert Kyon Energy, l'un des principaux développeurs allemands de projets de stockage par batteries* », communiqué de presse de TotalEnergies, [23 janvier 2024](#).

¹⁷⁰ « *TotalEnergies et SSE vont lancer une société de recharge de véhicules électriques en Grande-Bretagne et en Irlande* », Investir Les Échos, [16 juillet 2024](#).

Comme indiqué *supra* (§ 4.1.5 et § 4.1.7.2), les déficits fiscaux ont été intégrés dans nos valorisations intrinsèque et analogique.

7.6. Option d'Achat

L'Actionnaire Minoritaire évoque l'absence de communication au marché de l'existence de l'option d'achat à la main de Stellantis sur Free2move eSolutions (§ 4.4). Il estime qu'outre la révision récente des perspectives du Groupe, elles contribuent à justifier un Prix de l'Offre bas.

La prise en compte de l'exercice de l'Option d'Achat comme valorisation de F2MeS ne pourrait être envisagée, selon lui, qu'en cas de complément de prix.

Sur le plan strictement financier, l'octroi du Complément de Prix Conditionnel en cas de non-exercice des Options (§ 2.3.2) est de nature à combler l'écart de valeur de l'Action, à raison de 0,65 €, selon que les Options seront ou non exercées à leur échéance en 2025 (§ 2.3.2 et § 4.8). Le Complément de Prix Conditionnel couvre en effet l'écart maximal des valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère selon que les Options sont ou non exercées.

7.7. Soutien des pouvoirs publics

L'investissement de 20 M€¹⁷¹ par le Groupe Caisse des Dépôts, par l'intermédiaire de la Banque des Territoires, aux côtés d'Atlante, en date du 2 juillet 2024¹⁷², paraît contredire le risque pesant sur le soutien des pouvoirs publics sur le marché de la mobilité électrique invoqué dans le communiqué de NHOA du 26 juin 2024¹⁷³.

Au vu de ce constat, l'Actionnaire Minoritaire émet un doute sur les nouvelles prévisions 2030 du Groupe, au stade où les derniers détenteurs de titres sont sur le point d'être expropriés.

Nous rappelons que l'Évaluation Multicritère se réfère aux agrégats issus du Plan d'Affaires approuvé le 5 juillet 2024 par le Conseil d'Administration, dont nous exploitons les hypothèses à l'appui de la documentation qui a été mise à notre disposition et des entretiens que nous avons menés avec la Direction (§ 4.1.7.2).

7.8. Relèvement du Prix de l'Offre Initiale

Le rehaussement de 1,10 € à 1,25 € du Prix de l'Offre Initiale¹⁷⁴ procède, d'après l'Actionnaire Minoritaire, d'un relèvement de prix « forfaitaire » [sic], qui correspond à la « *moyenne des relèvements de prix d'OPRO observé ces dernières années (sur 1 dossier sur 6)* »).

Nous indiquons que le Prix de l'Offre de 1,25 € est compatible avec la valeur de l'Action dans l'hypothèse de l'exercice des Options à leur échéance en 2025 (§ 4.8) ; l'hypothèse du non-exercice des Options procède du principe de l'octroi, dans ce cas de figure, du Complément de Prix Conditionnel.

¹⁷¹ La Banque des Territoires et Atlante ont créé en commun la société Alpis, dédiée au déploiement de plus de 500 points de recharge rapide en France, en la dotant de 40 M€ de fonds propres à proportion de 49% par la Banque des Territoires et de 51% par Atlante (§ 3.3.2.12).

¹⁷² « Atlante et la Banque des Territoires : 40 millions d'euros pour accélérer le déploiement de la recharge rapide et de l'e-Mobilité en France », communiqué de presse conjoint de la Banque des Territoires Groupe Caisse des Dépôts et d'Atlante, [2 juillet 2024](#).

¹⁷³ « Les objectifs consolidés 2025 de NHOA en cours de revue », communiqué de presse NHOA, [26 juin 2024](#).

¹⁷⁴ L'Actionnaire Minoritaire fait en l'occurrence référence au communiqué de presse de TCC et de NHOA du 21 août 2024 (§ 1 et § 2.2).

7.9. Commentaires sur le Projet de Note d'Information

À la lecture du Projet de Note d'Information déposé auprès de l'AMF le 9 octobre 2024, l'Actionnaire Minoritaire complète ses précédentes observations sur les points suivants.

Nous ne reprenons pas ci-après les commentaires relatifs à la stratégie et à la communication financière de la Société qu'il ne nous appartient pas d'apprécier, ni à la prise en compte dans l'évaluation de l'Action des déficits fiscaux au sujet de laquelle nous avons déjà apporté des précisions (§ 7.5).

Nous rappelons par ailleurs qu'à la différence de l'Actionnaire Minoritaire, notre appréciation de la valeur de l'Action ne s'appuie pas sur des références transactionnelles, compte tenu notamment des limites inhérentes à l'information dont nous disposons sur leurs caractéristiques et, dès lors, à la comparaison avec la présente opération (§ 4.2.2 et § 7.4) ; nous estimons que l'Évaluation Multicritère, qui se fonde sur les projections du Plan d'Affaires (tant dans les approches d'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie qui en découlent et d'évaluation analogique par l'application aux agrégats du Plan d'Affaires des multiples d'EBITDA issus du panel de Comparables Boursiers, que dans le calcul de l'ANCC), nous permet d'apprécier rationnellement la valeur de l'Action (§ 4.8).

7.9.1. Complément de Prix Conditionnel

L'Actionnaire Minoritaire rapproche le « mécanisme de liquidité sur F2MeS [permettant un Complément de Prix Conditionnel] d'un montant aussi élevé par rapport à la valeur de l'Action » [sic] de l'observation formulée dans le rapport de l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'OPAS initiée en 2021 par TCEH sur les Actions de la Société, selon laquelle (p. 38-39) « [Dans ce contexte, selon le management], il est peu probable que le mécanisme de liquidité initialement prévu soit déclenché par l'un ou par l'autre des actionnaires de la coentreprise étant donné l'évolution des relations entre NHOA et Stellantis à la suite de l'annonce du projet Atlante », et constate qu'« Aujourd'hui Atlante se présente sur son site comme « le réseau privilégié du groupe Stellantis », « Free2move » faisant partie de la liste de marques « iconiques » de Stellantis » [sic].

Comme mentionné dans le Rapport, la Société nous a confirmé ne pas être en discussion avec Stellantis pour lui faire confirmer ou infirmer sa volonté d'exercer ou non son Option d'Achat ; nous ne sommes pas en mesure de probabiliser ce choix qui interviendrait entre le 1^{er} janvier 2025 et le 31 mai 2025, ni celui de la Société d'exercer ou non son Option de Vente entre le 1^{er} juin 2025 et le 30 juin 2025, dans le cas où l'Option d'Achat ne serait pas exercée par Stellantis (§ 4.4).

7.9.2. Valorisation de l'Activité e-mobility

Par référence au Projet de Note d'Information (p. 8-9), l'Actionnaire Minoritaire oppose « les perspectives négatives des bornes de recharge de véhicules électriques » [sic] qui y sont exposées à :

- la valorisation par l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'OPAS en 2021 de l'Activité e-mobility dans des proportions presque équivalentes à celles de l'Activité Stockage d'énergie, et ce avant le lancement d'Atlante : « Elle donnait au passage des comparables intéressants valorisant le stockage entre 155 et 252 [M€] et les 49,9% de F2MeS entre 55 et 215 [M€] pour une valorisation totale de NHOA comprise entre 194 et 447 [M€] » [sic] ;

- la levée de fonds de 304 M€ opérée au début de l'année 2024 par Electra¹⁷⁵ pour multiplier ses bornes de recharge à l'échelle européenne, avec une levée en trois ans de 600 M€ de capital.

Comme rappelé en préambule au présent chapitre, nous avons valorisé l'Action dans les conditions de marché actuelles, à l'appui du Plan d'Affaires que nous avons examiné de façon critique au vu de l'ensemble des informations internes au Groupe et de source externe dont nous disposons, étant précisé que le Plan d'Affaires n'est plus comparable aux projections qui sous-tendaient l'OPAS en date de 2021 ; s'ensuivent les résultats de l'Évaluation Multicritère, en premier lieu l'évaluation intrinsèque par BU concourant, d'une part, à la valorisation des capitaux propres du Groupe et de l'Action (§ 4.5.5), et, d'autre part, à notre appréciation du quantum du Complément de Prix Conditionnel (§ 7.6).

7.9.3. Hypothèse de cession par NHOA de la participation dans F2MeS

L'Actionnaire Minoritaire relève, parmi les facteurs mentionnés dans le Projet de Note d'Information (p. 12) permettant au « Groupe TCC (incluant le groupe NHOA) [...] d'évaluer les avantages liés à l'exercice de la Promesse d'Achat [Option de Vente] », la mention selon laquelle « il pourrait être judicieux, sur le plan commercial, pour NHOA de céder sa participation dans F2MeS lorsque l'opportunité se présentera », et révoque à ce titre la justification de l'octroi aux Actionnaires Minoritaires d'un complément de prix sur 5 ans (§ 7.4).

Pour autant, le Projet de Note d'Information indique par ailleurs que « La vente de la participation de NHOA dans F2MeS à une tierce partie serait complexe au vu des droits de Stellantis au titre du Pacte d'Actionnaires F2MeS, des restrictions imposées aux parties aux termes du Pacte d'Actionnaires F2MeS (par exemple, non-concurrence et exclusivité), du fait que la participation indirecte de NHOA est une participation minoritaire, et des difficultés liées à la conclusion par une tierce partie d'un nouveau pacte d'actionnaires avec Stellantis qui soit satisfaisant pour toutes les parties concernées. »

En tout état de cause :

- nous ne sommes pas en mesure de nous prononcer sur les arguments développés par TCC dans le Projet de Note d'Information pour en tirer des conclusions sur l'exercice ou non de l'Option de Vente *in fine* (§ 4.4) ;
- nous rappelons que l'exercice des Options telles qu'elles sont stipulées dans les accords ayant présidé à la création en 2021 de la *joint-venture* entre Engie EPS (NHOA) et FCA Italy (Stellantis) aurait pour effet de regrouper l'intégralité du capital de F2MeS entre les mains de Stellantis (§ 4.4) ;
- notre appréciation de l'équité des conditions financières de l'Offre *stricto sensu* repose sur le constat que le Complément de Prix Conditionnel couvre l'écart maximal des valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère selon que les Options seront ou non exercées (§ 7.6), sans préjuger des événements ultérieurs qui pourraient résulter de nouveaux accords entre NHOA et Stellantis.

¹⁷⁵ « Voitures électriques : Electra lève la somme record de 304 millions d'euros pour multiplier ses bornes de recharge en Europe », La Tribune, [15 janvier 2024](#).

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère, en tenant compte du cas de figure de la mise en œuvre éventuelle du Complément de Prix Conditionnel (§ 2.3.2) ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires (§ 6).

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

L'Offre fait suite à l'Offre Initiale, dont les termes et conditions ont fait l'objet d'une Note d'Information Initiale déposée auprès de l'AMF le 8 juillet 2024.

8.1. Critères boursiers

Par rapport au cours de bourse spot de l'Action et des CMPV des 20 à 250 dernières séances précédant l'annonce de l'Offre, le Prix de l'Offre extériorise des primes comprises entre **56,3%**¹⁷⁶ et **227,6%**¹⁷⁷ (§ 4.8).

Le Prix de l'Offre se positionne à un niveau proche de la médiane des objectifs de cours des analystes antérieurs à l'annonce de l'Offre (1,20 €), que nous présentons à titre seulement indicatif (§ 4.8).

8.2. Évaluation Multicritère

L'évaluation Multicritère de l'Action a été réalisée :

- avec prise en compte de l'exercice de l'Option d'Achat et de l'Option de Vente ; et
- sans prise en compte de l'exercice des Options (§ 4.8).

8.2.1. Évaluation intrinsèque et évaluation analogique

Nous constatons que :

- avec prise en compte de l'exercice des Options, le Prix de l'Offre extériorise des primes par rapport :
 - aux valeurs centrales et aux bornes hautes des fourchettes d'évaluation intrinsèque de l'Action (DCF), avec des primes comprises entre **21,4%**¹⁷⁸ et **40,4%**¹⁷⁹ ;
 - aux valeurs en bornes hautes des fourchettes d'évaluation analogique de l'Action (Comparables Boursiers), avec des primes comprises entre **20,2%**¹⁸⁰ et **23,8%**¹⁸¹ ;

¹⁷⁶ CMPV des 250 dernières séances en considérant l'exercice des Options.

¹⁷⁷ Cours spot et CMPV des 20 et 60 dernières séances sans l'exercice des Options.

¹⁷⁸ Prime sur la borne haute DCF avec l'exercice de l'Option d'Achat.

¹⁷⁹ Prime sur la valeur centrale DCF avec l'exercice de l'Option de Vente.

¹⁸⁰ Prime sur la valeur analogique en borne haute avec l'exercice de l'Option d'Achat.

¹⁸¹ Prime sur la valeur analogique en borne haute avec l'exercice de l'Option de Vente.

- à l'actif net consolidé par Action au 30 juin 2024, avec une prime de **43,7%** ;
 - à l'ANCC par Action au 30 juin 2024, avec une prime de **0%**¹⁸² à **2,5%**¹⁸³ ;
- sans prise en compte de l'exercice des Options :
- la valeur centrale de l'Action en évaluation intrinsèque (1,50 €) se trouve rehaussée à proportion de **0,59 €** par rapport à sa valeur avec l'exercice de l'Option d'Achat (0,91 €) et de **0,61 €** par rapport à sa valeur avec l'exercice de l'Option de Vente (0,89 €) ; ce différentiel par rapport à la valeur de l'Action avec prise en compte des Options résulte de l'écart entre la juste valeur de F2MeS issue de l'actualisation de ses flux prévisionnels de trésorerie dans le Plan d'Affaires¹⁸⁴ et la valeur de F2MeS obtenue par l'application de la formule respectivement de l'Option d'Achat (EBITDA 2023-2024 x 7¹⁸⁵) et de l'Option de Vente (EBITDA 2023-2024 x 5¹⁸⁶), étant observé :
 - à l'examen comparé du Masterplan10x et du Plan d'Affaires, que F2MeS n'a pas atteint les performances escomptées lors de la création de la *joint-venture* en 2021 entre Engie EPS, devenue NHOA, et FCA Italy, filiale de Stellantis ;
 - pour autant, que les multiples d'EBITDA figurant dans la formule de l'Option d'Achat et de l'Option de Vente sont compatibles avec la médiane des multiples d'EBITDA de nos panels de Comparables Boursiers¹⁸⁷ ;
 - pour les mêmes raisons que celles invoquées ci-avant concernant l'évaluation intrinsèque, compte tenu de la différence entre, d'une part, la valeur de F2MeS obtenue par l'application de la médiane des multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers pour l'Activité e-Mobility aux agrégats 2026 et 2027 de F2MeS dans le Plan d'Affaires¹⁸⁸ et, d'autre part, l'application de la formule respectivement de l'Option d'Achat¹⁸⁹ et de l'Option de Vente¹⁹⁰, l'intervalle de valeurs de l'Action en évaluation analogique se trouve également rehaussé à proportion de :
 - 0,36 €¹⁹¹ en borne basse et 0,48 €¹⁹² en borne haute en comparaison avec l'Option d'Achat ;
 - 0,38 €¹⁹³ en borne basse et 0,51 €¹⁹⁴ en borne haute en comparaison avec l'Option de Vente ;
- le Complément de Prix Conditionnel couvre l'écart maximal des valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère selon que les Options sont ou non exercées (0,65 €¹⁹⁵).

¹⁸² Prime sur la valeur ANC en borne haute avec l'exercice de l'Option d'Achat.

¹⁸³ Prime sur la valeur ANCC en borne haute avec l'exercice de l'Option de Vente.

¹⁸⁴ 198 M€ en valeur centrale (§ 4.5.5).

¹⁸⁵ 24 M€ (§ 4.4 et § 4.5.5).

¹⁸⁶ 17 M€ (§ 4.4. et § 4.5.5).

¹⁸⁷ 5,5x à 6,0x pour l'Activité Stockage d'énergie ; 5,0x à 7,0x pour l'Activité e-Mobility et l'Activité Infrastructure de recharge électrique.

¹⁸⁸ 134 M€ à 168 M€ (§ 4.6.2).

¹⁸⁹ 24 M€ (§ 4.6.3).

¹⁹⁰ 17 M€ (§ 4.6.3).

¹⁹¹ Valeur de l'Action sans exercice des Options : 1,00 € - valeur de l'Action avec l'exercice de l'Option d'Achat : 0,64 €.

¹⁹² Valeur de l'Action sans exercice des Options : 1,52 € - valeur de l'Action avec l'exercice de l'Option d'Achat : 1,04 €.

¹⁹³ Valeur de l'Action sans exercice des Options : 1,00 € - valeur de l'Action avec l'exercice de l'Option de Vente : 0,62 €.

¹⁹⁴ Valeur de l'Action sans exercice des Options : 1,52 € - valeur de l'Action avec l'exercice de l'Option de Vente : 1,01 €.

¹⁹⁵ Cet écart maximum de 0,65 € correspond à la différence, en évaluation intrinsèque, entre la valeur maximale de l'Action sans exercice des Options (1,66 €) et la valeur maximale de l'Action avec exercice de l'Option de Vente (1,01 €).

8.2.2. ANCC

L'Évaluation Multicritère repose sur des approches d'évaluation intrinsèque (DCF) et analogique (Comparables Boursiers) en « somme des parties » afin de tenir compte des spécificités des activités du Groupe :

- les objectifs d'activité et de rentabilité du Groupe révisés à horizon 2030, qui sous-tendent le Plan d'Affaires, intègrent les dernières perspectives de développement du marché du stockage d'énergie (NHOA Energy) et de la mobilité électrique (F2MeS) ;
- au cas particulier de l'Activité Infrastructure de recharge électrique, nous considérons la contribution des actifs d'Atlante dans l'actif économique du Groupe consolidé, d'un montant de 121 M€, comme une valeur de référence ; l'absence de financement complémentaire, entraînant désormais une gestion en *run-off* de cette activité, nous conduit à privilégier l'ANCC en tant que méthode d'évaluation la plus à même d'en maximiser la valeur ; il s'ensuit une valeur de l'Action comprise entre :
 - 1,55 € et 1,84 € sans exercice des Options ;
 - 1,15 € et 1,25 € par Action avec exercice de l'Option d'Achat ; et
 - 1,12 € et 1,22 € avec exercice de l'Option de Vente (§ 4.7).

8.3. Analyse du Complément de Prix Conditionnel

Pour mémoire, les participations NHOA Energy, F2MeS et Atlante sont détenues au sein de la Société par la filiale italienne NHOA Corporate S.r.l. (§ 1)

Aux termes du Projet de Note d'Information¹⁹⁶, TCC en tant qu'actionnaire indirect unique de l'Initiateur (§ 2.1.2), à l'appui de plusieurs arguments sur le caractère probable de l'exercice de l'Option d'Achat, et observant en premier lieu que l'Option d'Achat se trouve actuellement fortement dans la monnaie, s'engage à faire en sorte que l'Option de Vente soit exercée par NHOA Corporate S.r.l. en juin 2025, sans que le Conseil d'Administration n'ait à se prononcer à ce stade sur cette décision à venir si, et dans la mesure où l'Option d'Achat ne serait pas exercée par Stellantis au plus tard le 31 mai 2025 (inclus), date de l'échéance de l'Option d'Achat. Le Projet de Note d'Information comporte dès lors l'avertissement selon lequel « *il est peu probable qu'un Complément de Prix Conditionnel soit finalement dû et versé aux actionnaires de NHOA*¹⁹⁷ ».

Nonobstant les arguments avancés par l'Initiateur, et en l'absence d'informations relatives aux intentions de Stellantis, qui en premier lieu a la main sur l'Option d'Achat (prévalant sur l'Option de Vente à la main de NHOA Corporate S.r.l.), nous ne sommes pas en mesure de privilégier l'hypothèse de l'exercice, ou celle du non-exercice, de l'Option d'Achat.

¹⁹⁶ Projet de Note d'Information, § 2.2.1 « Contexte, condition de paiement et montant du Complément de Prix Conditionnel ».

¹⁹⁷ Projet de Note d'Information, « Avis important » en préambule, et § 2.2.1 (B) « Condition de paiement et montant du Complément de Prix Conditionnel ».

L'Initiateur stipule que dans le cas où ni l'Option d'Achat ni l'Option de Vente ne seraient exercées en 2025 respectivement par Stellantis et par NHOA Corporate S.r.l., les Actionnaires Minoritaires bénéficieraient du Complément de Prix Conditionnel à hauteur de 0,65 € par Action apportée dans le cadre de l'Offre ou transférée dans le cadre du Retrait Obligatoire¹⁹⁸.

En synthèse, sur le plan strictement financier le Complément de Prix Conditionnel serait de nature à rétablir la distorsion de valeur de l'Action constatée à ce jour sur la participation de NHOA Corporate S.r.l. dans F2MeS entre les deux hypothèses d'exercice et de non-exercice des Options, que nous ne sommes en mesure ni d'arbitrer ni de probabiliser¹⁹⁹.

8.4. Prix plancher

Par référence à la réglementation de l'AMF²⁰⁰, nous nous sommes assurés, dans le contexte de l'Offre dite « de fermeture », du positionnement du Prix de l'Offre de 1,25 € par rapport :

- à l'actif net comptable ressortant au 30 juin 2024 des comptes consolidés (0,87 €) et des comptes statutaires (1,23 €) ;
- à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions, pendant les 60 jours (0,58 €), 120 jours (0,64 €) et 180 jours (0,66 €) de négociation précédant l'annonce ou le fait générateur de l'Offre (§ 4.3.1) ;
- au prix extériorisé par toute opération significative intervenue sur le capital de la Société lors des 18 mois précédant l'annonce ou le fait générateur de l'Offre, en l'occurrence les opérations suivantes (§ 2.2), étant précisé que nous n'en avons pas relevé d'autres, et qu'aucune autre ne nous a été signalée :
 - l'Augmentation de capital de Capital de 2023 (1,00 €) ;
 - l'acquisition en avril 2024 par l'Initiateur de 3.000.000 Actions sur le marché auprès de la Caisse des Dépôts (0,5590 €) ;
 - les Acquisitions de Blocs intervenues en juillet 2024, postérieurement au dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information Initial, étant précisé que le prix de cession de 1,10 € par Action dans le cadre des Acquisitions de Blocs sera aligné sur le Prix de l'Offre de 1,25 €, sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF et ouverte aux Actionnaires Minoritaires (§ 2.6 et § 6.2).

8.5. Liquidité de l'Action induite par l'Offre

La mise en œuvre de l'Offre confère aux Actionnaires Minoritaires une fenêtre de liquidité à un prix extériorisant des primes significatives par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes antérieurs à l'annonce de l'Offre (§ 4.8).

¹⁹⁸ Il est précisé dans le Projet de Note d'Information que les actionnaires de la Société qui transféreraient leurs Actions autrement que dans le cadre d'un ordre d'apport à l'Offre ou du Retrait Obligatoire, notamment par cession d'Actions sur le marché ou hors marché, ne bénéficieraient pas du Complément de Prix Conditionnel, à l'exception, d'une part, des actionnaires de la Société ayant vendu leurs Actions à l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions de Blocs (§ 6.2) et, d'autre part, de MM. Carlalberto Guglielminotti et Giuseppe Artizzu en application du mécanisme de liquidité concernant les Actions Bloquées (§ 6.1).

¹⁹⁹ Le coût de portage du Complément de Prix Conditionnel jusqu'à l'échéance de l'Option de Vente, qui s'avère très faible, se trouve implicitement inclus dans les primes extériorisées par le Prix de l'Offre ajusté du Complément de Prix Conditionnel (§ 4.8).

²⁰⁰ Instruction d'application n°[2006-07](#), article 2-2.

8.6. Accords et Opérations Connexes

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre, dès lors que :

- le mécanisme de liquidité concernant les Actions Bloquées s'opère par transparence avec le Prix de l'Offre et, s'il trouvait à s'appliquer, le Complément de Prix Conditionnel (§ 6.1) ;
- les Actions cédées dans le cadre des Acquisitions de Blocs bénéficient des conditions de l'Offre (§ 6.2).

9. Conclusion

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits en synthèse (§ 8), à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- après analyse du dispositif relatif à l'octroi aux Actionnaires Minoritaires du Complément de Prix Conditionnel dans le cas où l'Option d'Achat et l'Option de Vente ne seraient pas exercées, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ;
- nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 16 octobre 2024

LEDOUBLE SAS

Signé par :

 1905170DE7C34B0...

Olivier CRETTE

Associé

DocuSigned by:

 6C9535A39C324EB...

Stéphanie GUILLAUMIN

Associée

ANNEXES

➤ Lettres de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Critères de sélection des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1a : LETTRE DE MISSION INITIALE



Ledouble
8, rue Halévy – 75009 Paris

A l'attention de :
Monsieur Olivier Cretté
Madame Stéphanie Guillaumin

Paris, le 17 juin 2024

Objet : Lettre de mission – Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire déposée par TCC visant les titres de la société NHOA S.A.

Chère Madame, Cher Monsieur,

NHOA S.A. est une société anonyme à Conseil d'administration dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C) (« NHOA » ou la « Société »), acteur mondial dans le stockage d'énergie, la mobilité électrique et les réseaux de recharge rapide et ultra-rapide pour véhicules électriques.

TCC Group Holdings Co., Ltd (« TCC ») l'actionnaire majoritaire indirect de NHOA par l'intermédiaire de Taiwan Cement Europe Holdings B.V. (« TCEH »), a annoncé le 13 juin déposer une offre publique d'achat simplifiée sur les actions NHOA au prix de 1,10 euro par action NHOA (l'« Offre ») conformément aux dispositions des articles 233-1 et s. du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »). La Société a également pris acte de l'intention de TCC de demander, indirectement par l'intermédiaire de TCEH, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions légales en sont remplies. Le retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris.

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'Offre par TCC, le Conseil d'administration de la Société est tenu de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport assorti d'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre, qui seront aussi celles du retrait obligatoire le cas échéant, en application des articles 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration de NHOA a décidé, sur recommandation du comité ad hoc, de désigner le cabinet Leboucle en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF et de ses instructions et recommandations d'application.

1. Cadre réglementaire de la mission

NHOA S.A. | 93, boulevard Haussmann 75008 Paris, France | Share Capital of EUR 55,039,352 | RCS PARIS 808 631 691
VAT and Tax Code FR66808631691 | Switchboard: +33 (0) 970 46 71 35



Vos diligences seront effectuées et votre rapport établi conformément à la réglementation applicable, et notamment aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n° 2006-07 et n° 2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

2. Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à évaluer la société visée et les contreparties de l'Offre et à se prononcer sur les conditions financières de l'Offre et le cas échéant celles du retrait obligatoire.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de TCC, les conseils de la Société et de TCC, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la direction des offres publiques au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ; la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur ;
- le cas échéant, l'analyse des accords connexes pouvant intervenir dans le cadre de l'opération ; la gestion, en lien avec le comité ad hoc, des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport et attestation d'équité en français et en anglais, dont la remise d'un premier projet de rapport et la présentation de ces derniers au comité ad hoc et au Conseil d'administration de la Société (selon un calendrier à déterminer avec la Société et le comité ad hoc).

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF et à la recommandation AMF n°2006-15, le suivi de vos travaux sera assuré par le comité ad hoc avec lequel des points réguliers seront organisés.

Votre rapport et attestation d'équité permettra au Conseil d'administration de la Société de rendre un avis motivé sur les conditions financières de l'Offre, après avis du comité ad hoc. Il sera reproduit dans la note en réponse que devra déposer la Société auprès de l'AMF.

En application de l'article 231-21 de son règlement général, l'AMF appréciera les conditions financières de l'Offre notamment au regard de votre rapport et de l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et pourrait dans ce cadre demander des compléments ou des amendements à votre rapport ce qui ferait alors partie intégrante de la présente mission.

3. Méthodologie d'évaluation

NHOA S.A. | 93, boulevard Haussmann 75008 Paris, France | Share Capital of EUR 55,039,352 | RCS PARIS 808 631 691
VAT and Tax Code FR66808631691 | Switchboard: +33 (0) 970 46 71 35



L'évaluation sera fondée sur une approche multicritères qui reprendra les méthodes usuelles analogiques et/ou intrinsèques pour valoriser une société comme NHOA, conformément aux instructions et recommandation de l'AMF susvisées.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données disponibles et nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

4. Calendrier et principales étapes de la mission et de l'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
[16] juin 2024	Conseil d'administration de NHOA, nomination de l'expert indépendant sur recommandation du comité ad hoc
[18] juin 2024	- Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information - Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) - Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du Projet de Note d'Information
[15] juillet 2024	- Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de NHOA - Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de NHOA sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) - Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du projet de note en réponse de NHOA
[23] juillet 2024	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information et de la note en réponse de NHOA
[24] juillet 2024	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives



	aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ■ Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF, de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de NHOA
[25] juillet 2024	■ Ouverture de l'Offre pour une période de dix (10) jours de négociation
[7] août 2024	■ Clôture de l'Offre
[9] août 2024	■ Publication des résultats de l'Offre par l'AMF
Dans un bref délai à compter de la publication des résultats de l'Offre	■ Mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire et radiation des Actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris, si toutes les conditions sont réunies

Conformément à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF, vous disposerez, à compter de votre désignation, d'un délai suffisant pour élaborer votre rapport eu égard à la complexité de cette opération. Celui-ci sera en tout état de cause au moins égal à vingt jours de négociation à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. En outre, vous ne pourrez pas remettre votre rapport avant l'expiration d'un délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur de l'Offre.

Les principales étapes de la mission seront fixées en lien avec les équipes de la Société ainsi que le comité ad hoc.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais susvisés.

5. Absence de conflit d'intérêt

Vous nous avez confirmé que M. Olivier Cretté et Mme Stéphanie Guillaumin et le cabinet Ledouble ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2008-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Les équipes de la Société ainsi que ses conseils se tiennent à votre disposition pour toutes demandes d'informations.

NHOA S.A. | 93, boulevard Haussmann 75008 Paris, France | Share Capital of EUR 55,039,352 | RCS PARIS 808 631 691
VAT and Tax Code FR66808631691 | Switchboard: +33 (0) 970 46 71 35



Nous vous prions d'agréer, Chère Madame, l'expression de nos salutations distinguées.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Carlalberto', is positioned above a short horizontal line.

Carlalberto Guglielminotti
Directeur Général

NHOA S.A. | 93, boulevard Haussmann 75008 Paris, France | Share Capital of EUR 55,039,352 | RCS PARIS 808 631 691
VAT and Tax Code FR66808631691 | Switchboard: +33 (0) 970 46 71 35

ANNEXE 1b : LETTRE DE MISSION



Ledouble
8, rue Halévy – 75009 Paris

A l'attention de :
Monsieur Olivier Cretté
Madame Stéphanie Guillaumin

Paris, le 8 octobre 2024

Objet : Amendement à la « Lettre de mission » du 17 juin 2024

Chère Madame, Cher Monsieur,

référence est faite à la Lettre de mission qui vous a été adressée le 17 juin 2024 concernant votre désignation en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, suivie d'un retrait obligatoire, de TCC Group Holding CO., Ltd (via Taiwan Cement Europe Holdings B.V.) sur les actions de NHOA S.A. (l'« **Offre** »)

Dans l'avant-dernier paragraphe de la Lettre de Mission, se trouve un renvoi aux articles 261-1 I 1° et II du Règlement Général de l'AMF.

Ce renvoi est par la présente amendé pour renvoyer aux articles 261-1 I 1° **et 4°**, et II du Règlement Général de l'AMF.

Par ailleurs, s'agissant du calendrier et principales étapes de la mission et de l'Offre figurant au paragraphe 4 de la Lettre de mission, qui est obsolète, il est remplacé par le nouveau projet de calendrier indicatif ci-dessous, figurant dans le projet de note d'information fourni par les conseils de TCC et daté du 7 octobre :

Dates	Principales étapes de l'Offre
8 juillet 2024	■ Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Premier Projet de Note d'Information ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du Premier Projet de Note d'Information sur les sites Internet de TCC (www.tccgroupholdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org)



	■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du Premier Projet de Note d'Information
4 septembre 2024	■ Autorisation du Gouvernement italien au titre du contrôle des investissements étrangers en Italie (« <i>Golden Power</i> »)
9 octobre 2024	■ Augmentation du Prix de l'Offre de 1,10 euro par Action à 1,25 euro par Action et dépôt correspondant auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, incluant également le paiement d'un Complément de Prix Conditionnel de 0,65 euro par Action, sous réserve que les conditions figurant à la Section 2.2.1(B) du Projet de Note d'Information soient satisfaites, tel que plus précisément décrit à la Section 2.2 du Projet de Note d'Information ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de TCC (www.tccgroup Holdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) ■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du Projet de Note d'Information
[] octobre 2024	■ Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de NHOA ■ Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de NHOA sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) ■ Diffusion du communiqué annonçant le dépôt et la mise à disposition du projet de note en réponse de NHOA
5 novembre 2024	■ Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information et de la note en réponse de NHOA
6 novembre 2024	■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de TCC (www.tccgroup Holdings.com/en), de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur

NHOA S.A. | 93, boulevard Haussmann 75008 Paris, France | Share Capital of EUR 55,039,352 | RCS PARIS 808 631 691
VAT and Tax Code FR66808631691 | Switchboard: +33 (0) 970 46 71 35



	■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.nhoagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ■ Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF, de la note en réponse de NHOA visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de NHOA
7 novembre 2024	■ Ouverture de l'Offre pour une période de dix (10) jours de négociation
20 novembre 2024	■ Clôture de l'Offre
21 novembre 2024	■ Publication des résultats de l'Offre par l'AMF
26 novembre 2024	■ Règlement-livraison de l'Offre
Dans un bref délai à compter de la publication des résultats de l'Offre	■ Mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris, si toutes les conditions sont réunies

Le reste du contenu de la Lettre de mission est inchangé.

Je vous prie de bien vouloir agréer, chère Madame, cher Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.

Carlalberto Guglielminotti
Directeur Général

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Revue de presse et recherches documentaires
 - Entretiens avec la Direction, les membres du Conseil d'Administration et les Conseils
 - Examen des informations publiques relatives au Groupe
 - Analyse de l'Offre Initiale et de son cadre juridique
 - Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
 - Examen de l'évolution historique de la cotation de l'Action
 - Étude de marché et du positionnement de NHOA
 - Examen des accords conclus entre Engie EPS et Stellantis
- Travaux de valorisation
 - Revue détaillée des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
 - Requêtes documentaires et exploitation des réponses
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
 - Analyse du cours de bourse de l'Action
 - Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
 - Étude de la structure financière du Groupe
 - Examen du Masterplan10x et du Plan d'Affaires
 - Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
 - Recherche de Transactions Comparables
 - Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation
- Restitution des travaux et administration
 - Rédaction de la lettre de mission et de son avenant
 - Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
 - Rédaction du Rapport
 - Administration et supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant total des honoraires de Ledouble, qui s'établit à 310.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, est indépendant du dénouement de l'Offre, et correspond à une enveloppe d'environ 1.240 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Juin 2024

- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant
- Présentation de notre proposition de mission
- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Lettre de Mission Initiale
- Contacts avec la Direction et les Conseils
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Examen des Accords et Opérations Connexes
- Requêtes documentaires
- Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées générales
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Examen des données budgétaires 2023 et 2024 et du Plan d'Affaires
- Analyse boursière de l'Action
- Obtention des premiers éléments d'appréciation du Prix de l'Offre Initiale élaborés par l'Établissement Présentateur
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information Initial

> Juillet 2024

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Réunions avec le Comité Ad-Hoc²⁰¹
- Contacts avec l'AMF
- Contact avec l'Actionnaire Minoritaire
- Présentation et revue du Plan d'Affaires
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère
- Élaboration du projet de Rapport
- Examen du rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur
- Revue du Projet de Note d'Information Initial déposé le 8 juillet 2024 auprès de l'AMF

²⁰¹ 15 juillet 2024 et 24 juillet 2024.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

> Août 2024

- Contacts avec la Direction et les Conseils
- Réunion²⁰² et contacts avec le Comité Ad-Hoc
- Contacts avec l'AMF
- Revue des derniers communiqués de presse de la Société
- Évaluation Multicritère
- Rédaction du Rapport

> Septembre 2024

- Contacts avec la Direction et les Conseils
- Contacts avec le Comité Ad Hoc

> Octobre 2024

- Avenant à la Lettre de Mission Initiale
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Revue qualité
- Lettre de représentation de la Société et confirmations de l'Initiateur
- Revue du Projet de Note d'Information déposé le 9 octobre 2024 auprès de l'AMF
- Contact avec l'Actionnaire Minoritaire
- Finalisation du Rapport
- Revue du Projet de Note d'Information en Réponse
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc²⁰³ pour l'émission de l'avis motivé du Conseil d'Administration et le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

²⁰² 27 août 2024.

²⁰³ 16 octobre 2024.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

➤ Société

- | | |
|---------------------|---|
| ▪ Alessio CARUSO | Group Chief Financial Officer |
| ▪ Antonio GAGLIARDI | Chief of Staff to the CEO |
| ▪ Francesca SORGONI | Group Head of Governance, Ethics&Compliance Affairs |
| ▪ Maurizio BRAI | Group Head of controlling |
| ▪ Andreea OHRINIUC | Accounting Specialist |

➤ Comité Ad Hoc

- | | |
|------------------------|------------------------------|
| ▪ Romualdo CIRILLO | Administrateur indépendant |
| ▪ Luigi MICHI | Administrateur independent |
| ▪ Chen MING CHANG | Administratrice indépendante |
| ▪ Cynthia A. UTTERBACK | Administratrice indépendante |
| ▪ Veronica VECCHI | Administratrice indépendante |

➤ Conseil juridique de la Société

CMS Francis Lefebvre

- | | |
|------------------------------|---------|
| ▪ Bertrand SÉNÉCHAL | Associé |
| ▪ François GILBERT | Counsel |
| ▪ Thibault JABOULEY | Counsel |
| ▪ Charlotte COLAS des FRANCS | Avocate |
| ▪ Florie POISSON | Avocate |

➤ Conseil juridique du Comité Ad-Hoc

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton

- | | |
|-----------------------|-----------------|
| ▪ Marie-Laurence TIBI | Avocat, Associé |
| ▪ Antoine CIOLFI | Associate |

➤ Conseil juridique de l'Initiateur

Sullivan & Cromwell

- | | |
|-----------------------|-------------------|
| ▪ Olivier de VILMORIN | Avocat, Associé |
| ▪ Gwen WONG | Avocate, Associée |
| ▪ Arnaud BERDOU | Counsel |
| ▪ Anthony MAGAGNIN | Juriste |

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ Conseil financier du Comité Ad-Hoc

Rothschild & Co

▪ Nicolas BONNAULT	Associé Gérant
▪ Jacques DEEGE	Associé Gérant
▪ Guillaume VIGNÉRAS	Associé Gérant
▪ Martin DINH	Managing Director
▪ Stanislas VIALLET	Assistant Director
▪ Julien GAUTIER	Analyst

➤ Établissement présentateur

CA-CIB

▪ Fabien BRUNET	Managing Director - Head of energy transition
▪ Élodie FROIDURE	Managing Director
▪ Estefano GAMBOA MAYORAL	Associate
▪ Ahmed Amine SABIK	Associate
▪ Jennifer ANDRIAMPARANY	Analyst

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

- Procès-verbal de désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires
- Lettres de mission de la Société à l'Expert Indépendant
- Projet de Note d'Information Initial
- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Rapports d'évaluation du Groupe et de l'Action par l'Établissement Présentateur

➤ Documentation relative à NHOA

Informations juridiques

- Extrait Kbis et statuts
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2024)
- Procès-verbaux de l'Assemblée Générale (2022 à 2024)
- Répartition du capital et des droits de vote
- Plans d'attribution gratuite d'Actions et conditions de performance associées
- Compte rendu du Comité d'audit (31 décembre 2023 et 30 juin 2024)
- Principaux litiges en cours et passifs éventuels
- *Investment and Shareholders Agreement* conclu le 15 janvier 2021 entre FCA Italy S.p.A et Engie EPS, amendé le 25 janvier 2024
- Texte des contrats de liquidité des Actions Bloquées
- Note d'opération relative à l'Augmentation de Capital de 2023
- Note d'information de TCEH et note d'information en réponse de NHOA relatives à l'OPAS initiée en 2021

Informations comptables et financières

- Documents d'enregistrement universel (2019 à 2023)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2021 à 2023)
- Détail des tests d'*impairment* réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés (2023)
- Rapport d'activité semestriel 2024
- Comptes statutaires semestriels 2024
- Rapport de l'un des commissaires aux comptes sur les comptes semestriels 2024
- Budgets (2022 à 2024)
- États contributifs consolidés (30 juin 2024)
- États financiers de Free2move eSolutions (31 décembre 2023)
- Frais de cotation (2023 et 2024)
- Plan d'Affaires et documentation associée

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations comptables et financières (suite)

- Exploitation des réponses de la Direction (Q&A relatifs aux comptes consolidés 2023 et 2024, au Plan d'Affaires et à des sujets transverses)
- Notes des analystes financiers en charge du suivi du titre NHOA
- Capital Markets Days ([juillet 2023](#), présentation et documentation associée)
- Autres communiqués de presse de la Société
- Documentation publique de Stellantis

» Documentation sectorielle

- BloombergNEF, « Electric Vehicle Outlook 2024 », juin 2024
- SolarPower Europe, « European Market Outlook for Battery Storage », juin 2024
- BloombergNEF, « New Energy Outlook 2024 », mai 2024
- International Energy Agency, « Global EV Outlook 2024 », avril 2024
- Innovation forward, « Comment le stockage d'énergie de longue durée (LDES) peut résoudre les problèmes énergétiques des entreprises manufacturières », avril 2024
- Mordor Intelligence, « Battery Energy Storage System Market Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029) », janvier 2024
- Businesscoot, « Le marché des bornes de recharge électrique - France (2024) », janvier 2024

» Sites d'information

Société et Initiateur

- NHOA Group, <https://nhoagroup.com>
- NHOA Energy, <https://nhoa.energy/>
- F2MeS, https://www.esolutions.free2move.com/eu/fr_fr/
- Atlante, <https://atlante.energy/fr/>
- TCC, <https://www.tccgroupholdings.com/en/ir>

Comparables Boursiers

- Alfen N.V., <https://alfen.com/>
- Blink Charging CO, <https://blinkcharging.com/>
- CTEK AB, <https://www.ctek.com/fr/>
- Electrovaya INC, <https://electrovaya.com/>
- Energy S.p.A, <https://www.energysynt.com/>
- Fastned-CVA, <https://www.fastnedcharging.com/f>
- Fluence Energy INC, <https://fluenceenergy.com/>
- Invinity Energy Systems, <https://invinity.com/>
- Kempower OYJ, <https://kempower.com/>
- Shoals Technologies Group, <https://www.shoals.com/>
- Wallbox NV, https://wallbox.com/fr_fr/
- Zaptec ASA, <https://www.zaptec.com/fr>

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites d'informations

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- International Energy Agency, <https://www.iea.org/>

➤ Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2022 à 2024) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr/>

➤ **Olivier CRETTE, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ) et de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Vice-président du Comité des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

➤ **Stéphanie GUILLAUMIN, Associée**

- Toulouse Business School Grande école (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI de la SFAF et de la SFEV

➤ **Thomas WOESTELANDT, Directeur**

- Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- Membre de la SFEV

➤ **Clara HEULS, Analyste**

- EDHEC Business School Grande école (Finance et Conseil en stratégie)

➤ **Amélie ORLHAC, Analyste**

- EDHEC Business School Grande École (Finance et Management)

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ **Agnès PINIOT, Associée, Revue indépendante**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV)
- Membre du Bureau de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ)
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES DEPUIS 2022

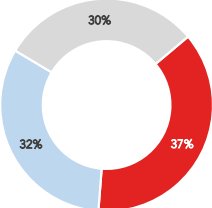
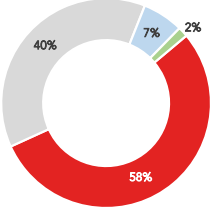
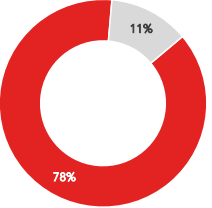
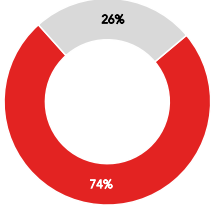
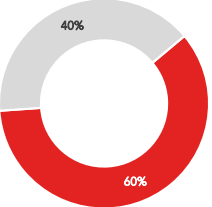
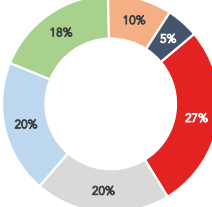
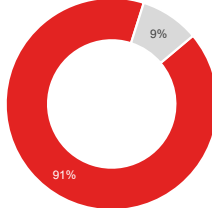
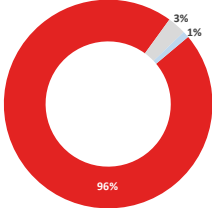
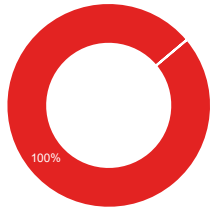
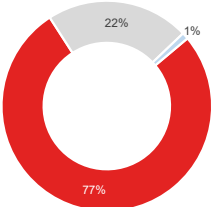
Expertises indépendantes

Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Solocal	*
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

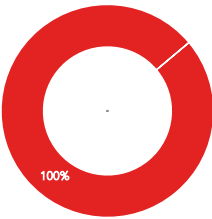
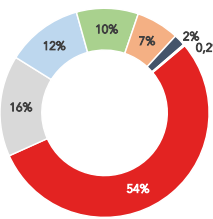
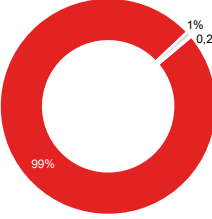
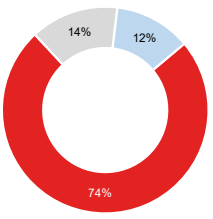
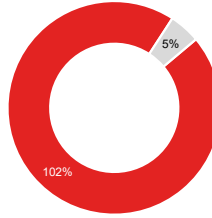
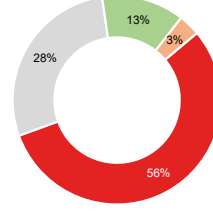
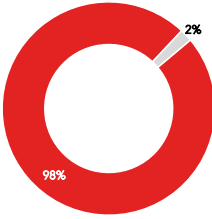
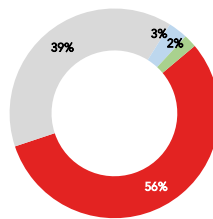
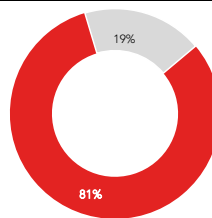
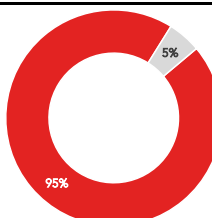
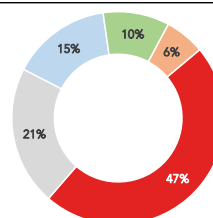
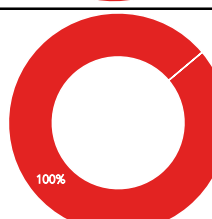
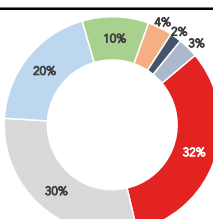
ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSISERS

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M)	CA 2023 (M)	% EBITDA 2023 post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par zone géographique
Alfen N.V	 EUR	332	504	11%	 • Réseaux électriques intelligents • Stockage d'énergie • Équipements de recharge	 • Pays-Bas • Autres pays de l'Union Européenne • Reste du monde • Reste de l'Europe
Blink Charging Co	 USD	241	141	<0	 • Équipements de recharge • Service de recharge dans les stations détenues par l'entreprise	 • États-Unis • Reste du monde
CTEK AB	 SEK	1 362	884	7%	 • Solutions de recharge pour les particuliers • Solutions de recharge pour les professionnels	 • Europe centrale • Amérique • Reste de l'Europe • Suède • Pays nordiques
Electrovaya INC	 USD	76	44	7%	 • Batteries • Services/Autres	 • États-Unis • Canada • Autres
Energy S.p.A	 EUR	72	63	16%	 • Stockage d'énergie	 • Italie • Europe • Reste du monde

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSISERS (suite)

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M)	CA 2023 (M)	% EBITDA 2023 post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par zone géographique
Fastned-CVA	 EUR	325	61	39%	 100% Bornes de recharge	 Pays-Bas France Allemagne Belgique Royaume-Uni Suisse Danemark
Fluence Energy Inc	 USD	3 256	2 218	<0	 99% Stockage d'énergie Services Applications digitales	 Amériques (Nord, Centrale et Sud) Europe, Moyen-Orient et Afrique Asie-Pacifique
Invinity Energy Systems PLC	 GBP	97	22	<0	 102% Fabrication et vente de systèmes de batteries et de matériel connexe Services liés aux systèmes de batteries	 Amérique du Nord Australie Europe Asie
Kempower OYJ	 EUR	784	284	17%	 98% Bornes de recharge Services liés aux bornes de recharge	 Pays nordiques Reste de l'Europe Reste du Monde Amérique du Nord
Shoals Technologies Group	 USD	1 019	489	14%	 81% Solutions pour l'équilibre des systèmes électriques (EBOS) Composants	Non disponible
Wallbox NV	 EUR	261	144	<0	 95% Bornes de recharge Services liés aux bornes	 Reste du monde Espagne États-Unis Italie Allemagne
Zaptec ASA	 NOK	998	1 402	3%	 100% Solution de recharge	 Norvège Suède Suisse Danemark Pays-Bas Royaume-Uni Reste de l'Europe

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SELECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Société	Pays	Activités	Implantation géographique	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Alfen N.V					✓
Blink Charging Co					✓
CTEK AB					✗
Electrovaya INC					✗
Energy S.p.A					✗
Fastned-CVA					✗
Fluence Energy Inc					✓
Invinity Energy Systems PLC					✗
Kempower OYJ					✓
Shoals Technologies Group-A					✗
Wallbox NV					✓
Zaptec ASA					✗

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SELECTION DES COMPARABLES BOURSIERS (suite)

Comparables Boursiers e-Mobility - Critères Opérationnels

Société	Croissance chiffre d'affaires			Marge EBITDA			
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2027
NHOA - Activité e-Mobility	16,70%	170,5%	23,7%	10,9%	14,7%	16,8%	19,3%
Alfen N.V.	(2,8%)	15,6%	14,7%	3,6%	9,2%	10,6%	11,4%
Blink charging CO	4,2%	33,6%	28,5%	(26,9%)	(1,6%)	7,1%	10,8%
CTEK AB	1,9%	11,1%	13,9%	15,9%	19,3%	21,2%	22,6%
Fastned-CVA	46,9%	52,2%	53,3%	16,3%	20,2%	28,9%	33,4%
Kempower Oyi	(20,0%)	40,7%	33,6%	(9,4%)	5,4%	10,6%	12,1%
Wallbox N.V.	32,1%	73,3%	48,2%	(13,7%)	6,7%	9,8%	1,1%
Zaptec ASA	4,1%	23,1%	19,7%	7,6%	11,1%	13,2%	13,2%
Moyenne	9,5%	35,7%	30,3%	(0,9%)	10,0%	14,5%	14,9%
Médiane	4,1%	33,6%	28,5%	3,6%	9,2%	10,6%	12,1%

Source : Bloomberg

Comparables Boursiers Stockage - Critères Opérationnels

Société	Croissance chiffre d'affaires			Marge EBITDA			
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2027
NHOA - Activité Stockage	(17,6%)	100,4%	18,8%	2,6%	3,1%	4,9%	7,1%
Alfen N.V.	(2,8%)	15,6%	14,7%	3,6%	9,2%	10,6%	11,4%
Electrovaya Inc	2,2%	71,7%	57,7%	6,3%	18,4%	24,6%	27,5%
Energy SpA	5,3%	25,0%	28,4%	16,5%	17,8%	18,5%	18,3%
Fluence Energy Inc	25,0%	43,0%	17,3%	2,2%	4,8%	5,8%	5,9%
Invinity Energy Systems Plc	(76,0%)	907,5%	105,6%	(62,1%)	(0,1%)	13,5%	18,0%
Shoals Technologies Group	(21,5%)	23,9%	12,9%	26,7%	28,7%	29,3%	28,6%
Moyenne	(11,3%)	181,1%	39,4%	(1,1%)	13,1%	17,1%	18,3%
Médiane	(0,3%)	34,0%	22,8%	5,0%	13,5%	16,0%	18,1%

Source : Bloomberg

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE INTERNE

L'article 3 II.12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- a participé à deux réunions avec les Conseils sur des questions de principe relatives à la mise en œuvre de la Mission, et a été régulièrement informé de son avancement ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la Lettre de Mission Initiale et la Lettre de Mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte spécifique de la Mission, de la prise en compte des dispositions réglementaires et des recommandations de l'AMF ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère, ainsi que la synthèse des échanges avec nos interlocuteurs ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et sa conclusion.