

NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ MINT
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Mercure Energie

PRÉSENTÉE PAR



ODDO BHF

ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR ET GARANT

PRIX DE L'OFFRE :

10 euros par action Mint

0,54 euro par bon de souscription d'action Mint

DURÉE DE L'OFFRE :

30 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») conformément aux dispositions de son règlement général



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a apposé le visa n°20-592 en date 8 décembre 2020 sur la présente note d'information en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Mint. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I. du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. La présente Note en Réponse

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans la présente Note en Réponse.

Dans le cas où, à la clôture de la présente offre publique d'achat (ou, selon le cas, de l'offre publique d'achat réouverte), le nombre d'actions non présentées à l'offre publique d'achat par les actionnaires minoritaires de la société Mint ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la société Mint, la société Mercure Energie envisage de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre publique d'achat, la mise en œuvre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de la procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre publique d'achat, nette de tous frais, afin de se voir transférer les actions de Mint non apportées à la présente offre publique d'achat.

La présente Note en Réponse est disponible sur les sites internet de de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Mint (<https://mint.eco/>) et peut être obtenu sans frais et sur simple demande auprès de Mint (52 rue d'Odin – 34965 Montpellier).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Mint, seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	6
1.1. Présentation de l'Offre	6
1.2. Contexte et motifs de l'Offre.....	7
1.3. Accords pouvant avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	9
1.3.1. <i>Engagement d'apport</i>	9
1.3.2. <i>Term-sheet</i>	9
1.3.2.1. Nouvelles Actions Gratuites	10
1.3.2.2. Résiliation du pacte d'actionnaires en date du 11 juillet 2019.....	11
1.3.2.3. Mécanisme de Liquidité.....	12
1.3.3. <i>Convention de Mandat</i>	12
1.3.4. <i>Protocole</i>	12
1.3.5. <i>Promesses</i>	12
1.4. Rappel des principaux termes de l'Offre.....	13
1.4.1. <i>Principaux termes de l'Offre</i>	13
1.4.2. <i>Nombre et nature des titres visés par l'Offre</i>	14
1.4.3. <i>Situation des bénéficiaires de BSA et d'actions gratuites</i>	15
1.4.3.1. Situation des titulaires de BSA	15
1.4.3.2. Situation du titulaire d'actions gratuites	15
1.5. Procédure d'apport à l'Offre	15
1.5.1. <i>Procédure d'apport des actions à l'Offre</i>	16
1.5.2. <i>Procédure d'apport des BSA à l'Offre</i>	16
1.6. Modalités de l'Offre	17
1.7. Centralisation des ordres	17
1.8. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison	18
1.9. Conditions de l'Offre – seuil de caducité	18
1.10. Calendrier indicatif de l'Offre	18
1.11. Possibilité de renonciation à l'Offre.....	19
1.13. Réouverture de l'Offre	20
1.14. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	20
1.14.1. <i>Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger</i>	20
1.14.2. <i>Information à l'attention des actionnaires situés aux Etats-Unis</i>	20
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	22
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	29

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES ET AUX BSA AUTO-DÉTENUS	29
5. INFORMATION DES SALAIRES DE LA SOCIÉTÉ	29
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	29
7. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	30
7.1. Structure du capital et des droits de vote de la Société	30
7.1.1. Répartition du capital et des droits de vote de la Société	30
7.1.2. Actions et BSA auto-détenus	31
7.1.3. Instruments donnant accès au capital de la Société	31
7.1.4. Actions et BSA détenus par l'Initiateur	33
7.1.5. Déclarations de franchissement de seuil et d'intentions	33
7.1.6. Autorisations réglementaires	33
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions	33
7.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	34
7.4. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce	34
7.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci	34
7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	34
7.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote	34
7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	35
7.8.1. Principes d'organisation	35
7.8.1.1. Nomination/ Révocation des administrateurs	35
7.8.1.2. Administrateur personne morale	35
7.8.1.3. Vacance, décès, démission	35
7.8.1.4. Propriété d'une action	36
7.8.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société	36
7.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachats d'actions	36
7.10. Accords conclus impactés en cas de changement de contrôle de la Société	37
7.11. Accords d'indemnités aux membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	38
7.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	38

8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN RÉPONSE	39
ANNEXE 1 – RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	40
ANNEXE 2 – ADDENDUM DE L’EXPERT INDEPENDANT	107

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du chapitre II du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Mercure Energie, société par actions simplifiée au capital de 3.150.000 euros, dont le siège social est sis 1015, avenue de Clapas – 34980 Saint-Gély-du-Fesc, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 877 612 705 (l'« **Initiateur** ») s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de Mint, société anonyme au capital social de 854.249,40 euros, dont le siège social est situé 52 rue d'Odin – 34965 Montpellier, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 422 716 878 (la « **Société** ») d'acquérir en numéraire (l'« **Offre** ») dans les conditions décrites ci-après dans la présente Note en Réponse :

- la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues et des AGA 2020, tel que ce terme est défini ci-après, au prix de 10 euros par action (le « **Prix de l'Offre Actions** »),
- les bons de souscriptions d'actions (les « **BSA** ») émis par la Société non exercés à la date de la présente Note en Réponse et non détenus par l'Initiateur, à l'exception des BSA auto-détenus, au prix de 0,54 euro par BSA (le « **Prix de l'Offre BSA** », et avec le Prix de l'Offre Actions, le « **Prix de l'Offre** »), en ce compris :
 - 3.536.395¹ BSA émis au profit de l'ensemble des actionnaires de la Société par décision du conseil d'administration en date du 20 décembre 2017, sur exercice de la délégation octroyée par la deuxième résolution de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires en date du 11 mai 2017,
 - 353.982 BSA émis au profit de *European Select Growth Opportunities Fund*, par décision du conseil d'administration en date du 20 décembre 2017, sur exercice de la délégation octroyée par la deuxième résolution de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires en date du 11 mai 2017, et
 - 337.837 BSA émis au profit de *European Select Growth Opportunities Fund*, par décision du conseil d'administration en date du 1^{er} juin 2018, sur exercice de la délégation octroyée par la deuxième résolution de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires en date du 11 mai 2017.

Les actions et les BSA de la Société sont admis aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris sous les codes respectifs ISIN FR0004172450 (code mnémonique : ALBUD) pour les actions et ISIN FR0013307329 (code mnémonique : BUDBS) pour les BSA.

L'Offre vise :

- l'intégralité des 5.694.996 actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion (i) des 1.708.498 actions détenues par l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur a acquis 760.498 actions suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF et (ii) des 23.956 actions auto-détenues par la Société, soit un total de 3.962.542 actions² de la Société à la date de la présente Note en Réponse,
- l'intégralité des 4.641.072 BSA, à l'exclusion (i) des 388.902 BSA détenus par l'Initiateur (étant précisé que ces 388.902 BSA ont été acquis par l'Initiateur suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF) et (ii) des 23.956 BSA auto-détenus par la Société, soit un total de 4.228.214 BSA à la date de la présente de la présente Note en Réponse,

¹ Par hypothèse, il a été considéré que les 388.902 BSA rachetés par l'Initiateur suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, appartiennent à cette catégorie, étant rappelé, en tant que de besoin, que les BSA émis par la Société sont fongibles.

² Il est précisé qu'il existe 50.000 actions gratuites attribuées au Président Directeur Général mais non encore acquises (et donc non encore créées) à la date de la présente Note en Réponse. Ces dernières ne sont donc pas visées.

- l'intégralité des 704.701 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 4.228.214 BSA visés ci-dessus,

soit, à la date de la présente de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 4.667.243 actions et 4.228.214 BSA de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

ODDO BHF SCA (« **ODDO BHF** ») est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

L'Initiateur est entré au capital de la Société le 12 juillet 2019, à l'occasion d'une augmentation de capital réservée de 3,23 M€ au prix de 3,41 € par action, lui permettant de souscrire 948.000 actions représentant 16,65% du capital et 15,82% des droits de vote. En outre, l'Initiateur bénéficie d'un siège au conseil d'administration de la Société depuis le 9 octobre 2019.

L'Initiateur est entré en discussions avec Monsieur Kaled Zourray (le « **Président Directeur Général** » de la Société) en vue de l'acquisition de la totalité des titres composant le capital social de la Société conformément à la section 1.1 ci-avant.

Dans cette perspective, l'Initiateur, Luna Invest (société intégralement détenue par le Président Directeur Général) et le Président Directeur Général ont conclu, en date du 25 septembre 2020 :

- un engagement d'apport en vertu duquel Luna Invest s'est engagé à apporter l'intégralité des 288.717 actions et des 288.717 BSA qu'il détient à l'Offre, tel que décrit à la section 1.3.1 ;
- un *term sheet*, dont les principaux termes sont définis à la section 1.3.2, en vertu duquel :
 - l'Initiateur s'est engagé à voter en faveur d'un plan d'actions gratuites de performance portant sur un nombre maximum de 210.000 actions gratuites à attribuer (les « **Nouvelles Actions Gratuites** ») dont les principaux termes sont définis à la section 1.3.2.1 ;
 - l'Initiateur et le Président Directeur Général se sont engagés à signer des promesses de vente et d'achat, dont les principaux termes sont définis à la section 1.3.5, portant sur la totalité des Actions Gratuites (incluant les Nouvelles Actions Gratuites et les AGA 2020 (tel que ce terme est défini à la section 1.4.3.2 de la présente Note en Réponse)) et le cas échéant, de tout autre titre que le Président Directeur Général viendrait à détenir ; et
 - le pacte d'actionnaires en date du 11 juillet 2019 (ainsi que l'action de concert en résultant) a été résilié,

Le (« **Term Sheet** »).

Par courrier en date du 25 septembre 2020, l'Initiateur a communiqué au conseil d'administration de la Société sa volonté de déposer son projet d'Offre auprès de l'AMF.

Le 25 septembre 2020, le conseil d'administration de la Société, statuant à l'unanimité, a (i) émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre présentée par l'Initiateur pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et (ii) autorisé la signature d'un *tender offer agreement* (étant précisé que l'Initiateur et le Président Directeur Général n'ont pas pris part au vote sur cet accord).

Dans ce contexte, l'Initiateur et la Société ont conclu le 25 septembre 2020 un *tender offer agreement*, soumis au droit français, prévoyant notamment :

- les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre, et une coopération entre l'Initiateur et la Société dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre ;

- la désignation par le conseil d'administration de la Société, via un comité *ad hoc*, conformément à l'article 261-1 I 2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, d'un expert indépendant, en vue de l'émission d'un rapport afférent au caractère équitable des prix proposés dans le cadre de l'Offre ; et
- l'engagement de recommandation par le conseil d'administration de la Société des termes de l'Offre sur la base du rapport de l'Expert Indépendant, sous réserve du caractère financièrement équitable de l'Offre.

Le projet d'Offre ainsi que la signature du *tender offer agreement* ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 28 septembre 2020, disponible sur le site Internet de la Société, décrivant les principales caractéristiques de l'Offre envisagée.

Parallèlement, lors de sa réunion du 25 septembre 2020, le conseil d'administration de la Société a mis en place un comité *ad hoc* chargé de recommander la nomination d'un Expert Indépendant et de préparer un projet d'avis motivé sur l'Offre. Ce comité est composé du Président Général de la Société ainsi que de Messieurs Lionel Lemaux et Bernat Rofes, tous deux administrateurs indépendants.

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, dont le rapport est inclus par référence dans la présente Note en Réponse.

Le Président Directeur Général et la Société ont conclu, en date du 12 novembre 2020, une convention de mandat dont les termes et conditions sont décrits à la section 1.3.3 ; cette dernière reprend notamment certains principes du Term Sheet (dont les termes et conditions sont décrits à la section 1.3.2) afférents à la gouvernance.

Le 12 novembre 2020, le Président Directeur Général, Luna Invest et l'Initiateur ont également signé, en présence de la Société, un protocole reprenant les termes et conditions du Term Sheet (le « **Protocole** »). Les principaux termes et conditions du Protocole sont décrits à la section 1.3.4.

Le Président Directeur Général et l'Initiateur ont conclu, en date du 12 novembre 2020, les Promesses dont les termes et conditions sont décrits à la section 1.3.5.

En date du 9 octobre 2020 et du 10 novembre 2020, le conseil d'administration de la Société et l'Expert Indépendant ont respectivement reçu des courriers établis par certains actionnaires minoritaires, faisant état de remarques notamment sur la valorisation de la Société et le Prix de l'Offre.

Le 12 novembre 2020, les termes de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de la Société, qui a considéré, connaissance prise :

- (i) du rapport de l'Expert Indépendant,
- (ii) de l'avis motivé du comité *ad hoc* en date du 10 novembre 2020 tenant compte des courriers des actionnaires minoritaires et des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son rapport ;
- (iii) des courriers des actionnaires minoritaires et des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son rapport,

que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés. Cette décision est reproduite à la section 2 ci-après.

Le 13 novembre 2020, ODDO BHF a déposé pour le compte de l'Initiateur, le projet de note d'information auprès de l'AMF, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** »).

Dans ce contexte, le 13 novembre 2020, la Société a déposé le projet de Note en Réponse à l'Offre conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF.

Les salariés de la Société ont été informés directement de l'Offre par email en date du 13 novembre 2020, conformément aux dispositions de l'article L. 2312-50 du Code du travail, dans les conditions décrites à la section 5 ci-après.

En date du 16 novembre 2020 et du 29 novembre 2020, l'AMF et la Société ont reçu deux nouveaux courriers établis par certains actionnaires minoritaires portant notamment sur les points suivants :

- les objectifs de marge ;
- les conditions de valorisation des BSA ;
- l'analyse de l'exposition de MINT à la volatilité des prix de marché ;
- le cours du titre MINT en l'absence d'annonce concomitante de l'Offre et de ses résultats du 1^{er} semestre 2020 ; et
- le taux de marge d'EBITDA.

Le 2 décembre 2020, connaissance prise, (i) de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant, (ii) des nouveaux courriers des actionnaires minoritaires et (iii) des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son addendum, le Conseil d'administration de la Société a confirmé que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés ainsi que les termes de son avis du 12 novembre 2020.

1.3. Accords pouvant avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.3.1. Engagement d'apport

Aux termes d'un engagement d'apport conclu le 25 septembre 2020 entre Luna Invest, le Président Directeur Général et l'Initiateur, Luna Invest et le Président Directeur Général se sont irrévocablement et solidairement engagés à apporter à l'Offre l'intégralité des actions qu'ils détiennent dans le capital de la Société, soit 288.717 actions, et l'intégralité des BSA de la Société qu'ils détiennent, soit 288.717 BSA.

Par ailleurs, aux termes de cet engagement d'apport, la société Luna Invest et le Président Directeur Général se sont irrévocablement et solidairement engagés, jusqu'à l'ouverture de l'Offre ou jusqu'au 5 décembre 2020 si cette Offre n'était pas déposée, à ne pas :

- acquérir de titres de la Société ;
- transférer à quelque titre que ce soit et de quelque manière que ce soit les actions apportées autrement qu'à l'Initiateur et dans le cadre de l'exécution de l'engagement d'apport ;
- directement ou indirectement solliciter, encourager ou faciliter, de quelque manière que ce soit, la présentation d'offre ou de transaction alternative à l'Offre ou susceptible de la faire échouer, et plus généralement, à ne pas tenter de différer ou empêcher le succès de l'Offre ; et
- entraver ou empêcher, directement ou indirectement, et de quelque manière que ce soit, la réalisation de l'Offre, et à réitérer, le cas échéant, l'engagement d'apport pour les besoins de la réalisation de l'opération envisagée.

Ledit engagement d'apport est révocable et prévoit un *break-up fee* d'un montant égal à 50% de la différence positive entre le prix par action offert dans le cadre d'une éventuelle offre concurrente et le prix proposé dans le cadre de l'Offre.

1.3.2. Term-sheet

Le Président Directeur Général, Luna Invest et l'Initiateur ont conclu, en date du 25 septembre 2020, le Term Sheet dont les principaux termes et conditions sont les suivants :

1.3.2.1. Nouvelles Actions Gratuites

L'Initiateur s'est engagé à voter en faveur d'un plan d'actions gratuites de performance portant sur un nombre maximum de 210.000 Nouvelles Actions Gratuites à attribuer au profit du Président Directeur Général, dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

	Nouvelles Actions Gratuites
Bénéficiaire	Le Président Directeur Général.
Autorisation de l'assemblée générale	10 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société en date du 4 juin 2020.
Nombre maximum de Nouvelles Actions Gratuites à émettre	210.000.
Période d'acquisition	Terme de la période d'acquisition : 31 décembre 2023.
Période de conservation	Aucune.
Conditions de Performance	1. Le Président Directeur Général se verra attribuer de manière définitive un nombre maximum de 110.000 Nouvelles Actions Gratuites dans les proportions fixées ci-dessous (les « Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 1 ») : a) dans l'hypothèse où au moins 180.000 compteurs BtoC et compteurs BtoB (les « Unités ») seraient constatés par la Société au 31 décembre 2021, le Président Directeur Général aura droit à l'attribution définitive de 50.000 Nouvelles Actions Gratuites ; b) dans l'hypothèse où au moins 240.000 Unités seraient constatées par la Société au 31 décembre 2021, le Président Directeur Général aura droit à l'attribution définitive de 60.000 Nouvelles Actions Gratuites supplémentaires. 2. Entre le 1^{er} janvier 2022 et le 31 décembre 2022 (la « Période Intermédiaire ») : a) Dans l'hypothèse où l'un ou l'autre des cliquets visés à la section 1 a) ou b) ci-dessus n'était pas atteint entre la date d'attribution et le 31 décembre 2021 (la « Période Initiale »), les règles ayant vocation à s'appliquer à l'attribution des Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 1 s'appliqueront <i>mutatis mutandis</i> à la Période Intermédiaire. b) En outre, si le nombre d'Unités constatées par la Société au 31 décembre 2022 était supérieur à 240.000 et inférieur à 390.000, le nombre d'Unités acquises par le Président Directeur Général au titre de la Période Intermédiaire sera déterminé sur la base de la différence entre le nombre d'Unités constatées au 31 décembre 2022 et 240.000 Unités. Le Président Directeur Général aura droit à l'attribution définitive d'une (1) Nouvelle Action Gratuite pour chaque Unité et demie (1,5) acquise conformément à la formule ci-dessous, dans la limite de 100.000 Nouvelles Actions Gratuites (les « Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 2 »).

	3. Entre le 1^{er} janvier 2023 et le 31 décembre 2023 (la « Période Finale ») : a) Dans l'hypothèse où l'un ou l'autre des cliquets visés à la section 1 a) ou b) ci-dessus n'était pas atteint au cours de la Période Initiale ou de la Période Intermédiaire, les règles ayant vocation à s'appliquer à l'attribution des Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 1 s'appliqueront <i>mutatis mutandis</i> à la Période Finale. b) En outre, si le nombre d'Unités constatées par la Société au 31 décembre 2023 était supérieur à 240.000 (ou le nombre d'Unités constaté au titre de la Période Intermédiaire, si ce nombre était supérieur à 240.000) et inférieur à 390.000, le nombre d'Unités acquises par le Président Directeur Général au titre de la Période Finale sera déterminé sur la base de la différence entre le nombre d'Unités constatées au 31 décembre 2023 et 240.000 Unités (ou le nombre d'Unités constaté au titre de la Période Intermédiaire, si ce nombre était supérieur à 240.000). Le Président Directeur Général aura droit à l'attribution définitive d'une (1) Nouvelle Action Gratuite pour chaque Unité et demie (1,5) acquise conformément à la formule ci-dessous, dans la limite de 100.000 Nouvelles Actions Gratuites (limite commune avec la Période Intermédiaire) (les « Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 3 »).
Conditions d'attribution des Nouvelles Actions Gratuites	En cas de départ du Président Directeur Général avant la fin de la période d'acquisition (à l'exception d'un départ pour faute lourde ou grave), les Unités éventuellement acquises par le Président Directeur Général au titre de l'année en cours donneront droit à l'acquisition des Nouvelles Actions Gratuites correspondantes à l'issue de la période d'acquisition.
Conditions d'acquisition anticipée (hors invalidité, départ à la retraite, etc.)	En cas de décès, dans les conditions légales.
Mode d'attribution	Actions nouvelles.

Les Nouvelles Actions Gratuites font l'objet des Promesses décrites à la section 1.3.5 ci-dessous.

1.3.2.2. Résiliation du pacte d'actionnaires en date du 11 juillet 2019

Le pacte d'actionnaires conclu entre l'Initiateur, Eoden, Luna Invest et le Président Directeur Général le 11 juillet 2019 (le « **Pacte 2019** ») (ainsi que l'action de concert en résultant) a été résilié. Dans l'hypothèse où l'Offre serait caduque du fait de la non atteinte par l'Initiateur du Seuil de Caducité, l'Initiateur, Luna Invest et le Président Directeur Général se sont engagés à signer, dans les meilleurs délais, un nouveau pacte d'actionnaires qui reprendrait les stipulations du Pacte 2019 i.e. :

- une règle d'approbation préalable des décisions majeures relatives à la Société préalablement autorisées par le conseil d'administration à la majorité simple des administrateurs présents ou représentés et sous réserve du vote favorable du membre du conseil d'administration désigné par l'Initiateur ;
- un engagement des parties à ce que le mandat d'administrateur du Président Directeur Général soit maintenu et à ce que ce dernier assure les fonctions de Président Directeur Général de la Société pour la durée de son mandat d'administrateur ;
- un engagement de conservation d'une durée de trente-six (36) mois portant sur l'intégralité des actions de la Société détenues par chacune des parties ;

- un transfert libre des actions de la Société détenues par les parties (i) à tout affilié et (ii) entre le Président Directeur Général et Luna Invest ;
- un droit de préemption, à compter de l'expiration de l'engagement d'incessibilité visé ci-dessus, consenti par le cédant au profit de l'autre partie préalablement au transfert par une des parties d'actions ;
- un droit permanent de maintenir sa participation dans le capital de la Société pour chacune des parties ;
- un engagement de notification aux autres parties dans les cinq (5) jours de bourse concernant la réalisation de toute acquisition de titres directe ou indirecte au-delà de 500 actions par actionnaire ;
- une clause d'exclusivité du Président Directeur Général tant qu'il exercera une activité professionnelle et/ou un mandat social au sein de la Société ;
- un engagement de non-concurrence du Président Directeur Général pendant la durée de ses fonctions au sein de la Société et pour une durée de vingt-quatre (24) mois à compter de la date de départ ; et
- un engagement de non-sollicitation et de non-débauchage du Président Directeur Général pendant la durée de ses fonctions au sein de la Société et pour une durée de vingt-quatre (24) mois à compter de la date de départ.

1.3.2.3. Mécanisme de Liquidité

L'Initiateur et le Président Directeur Général ont signé, en date du 12 novembre 2020 des promesses de vente et d'achat portant sur la totalité des Nouvelles Actions Gratuites et des AGA 2020 (les « **Actions Gratuites** ») et le cas échéant, de tout autre titre que le Président Directeur Général viendrait à détenir directement ou indirectement (les « **Titres Sous Promesse** »), et dont les principaux termes et conditions figurent à la section 1.3.3 ci-dessous.

A compter de l'expiration de la Période 2_{bis} (tel que ce terme est défini ci-dessous) et à défaut d'exercice des Promesses :

- Dans l'éventualité où le Président Directeur Général souhaiterait transférer tout ou partie de ses Actions Gratuites à un tiers conformément à une offre d'acquisition, l'Initiateur bénéficiera, sauf cas de transferts libres, d'un droit de préemption dans les conditions et au prix indiqués dans l'offre d'acquisition (le « **Droit de Préemption** »).
- Dans l'hypothèse où un tiers viendrait à faire une offre d'acquisition portant sur 100 % des titres de la Société, et que ladite offre serait acceptée par l'Initiateur, chaque actionnaire détenant alors des titres de la Société devra céder ses titres audit tiers dans les conditions et au prix indiqués dans l'offre d'acquisition (l'« **Obligation de Sortie Conjointe** ») sauf si ce prix devait être inférieur au prix résultant des Promesses sous réserve qu'elles soient encore exerçables.

1.3.3. **Convention de Mandat**

Le Président Directeur Général et la Société ont conclu, en date du 12 novembre 2020, une convention de mandat reprenant certains principes du Term Sheet afférents à la gouvernance. Cette convention de mandat intègre notamment (i) un engagement d'exclusivité du Président Directeur Général et (ii) un engagement de non-sollicitation et de non-concurrence du Président Directeur Général d'une durée de 24 mois à compter de sa date de départ.

1.3.4. **Protocole**

Le Président Directeur Général, Luna Invest et l'Initiateur ont conclu, en date du 12 novembre 2020, un protocole reprenant les principales clauses du Term Sheet relatives au transfert des actions détenues par le Président Directeur Général et l'Initiateur, notamment, le Droit de Préemption et l'Obligation de Sortie Conjointe.

1.3.5. **Promesses**

- Le Président Directeur Général aura la faculté de céder à l'Initiateur (la « **Promesse d'Achat** ») :
 - entre le 1^{er} mars 2024 et le 30 avril 2024 (la « **Période 1** »), la totalité (i) des AGA 2020 définitivement acquises par le Président Directeur Général conformément à leurs termes et conditions et (ii) des Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 1 définitivement acquises par le Président Directeur Général conformément à leurs termes et conditions (les « **Titres Sous Promesse 1** ») ; et

- entre le 1^{er} mars 2025 et le 30 avril 2025 (la « **Période 2** »), la totalité (i) des Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 2 définitivement acquises par le Président Directeur Général conformément à leurs termes et conditions, (ii) des Nouvelles Actions Gratuites Cliquets 3 définitivement acquises par le Président Directeur Général conformément à leurs termes et conditions et, le cas échéant, (iii) de tout autre titre de la Société qu'il viendrait à détenir directement ou indirectement (à l'exception des Titres Sous Promesse 1) (les « **Titres Sous Promesse 2** »).
- En l'absence d'exercice de la Promesse d'Achat, l'Initiateur aura la faculté d'acquérir auprès du Président Directeur Général (la « **Promesse de Vente** ») :
 - entre le 30 avril 2024 et le 31 mai 2024 (la « **Période 1_{bis}** »), la totalité des Titres Sous Promesse 1 ;
 - entre le 30 avril 2025 et le 31 mai 2025 (la « **Période 2_{bis}** »), la totalité des Titres Sous Promesse 2 ;
 - dans l'hypothèse où le Président Directeur Général exercerait encore ses fonctions à l'issue de la Période 1_{bis} et/ou de la Période 2_{bis}, la Période 1_{bis} et, le cas échéant, la Période 2_{bis} seront étendues jusqu'à la date de fin de ses fonctions.
- Le prix des Promesses sera déterminé suivant une formule dépendant d'un multiple d'EBITDA et de la dette financière nette de la Société et des conditions de départ du Président Directeur Général :

$$[(12 * \text{EBITDA Société}) - \text{dette financière nette de la Société}] / N$$

où N = nombre total d'actions émises par la Société à la date du calcul.
étant précisé que :

- (i) dans l'hypothèse d'un départ à l'initiative de la Société entre le 3 juillet 2020 et le 31 décembre 2023 (pour tout motif autre qu'une faute grave ou une faute lourde du Président Directeur Général), les AGA 2020 seront rachetées sur la base de l'EBITDA calculé sur la base des états financiers clos au 31 décembre de l'année fiscale précédant la date de départ ;
- (ii) en cas de démission par le Président Directeur Général à tout moment avant le 30 avril 2024 (à l'exception d'un départ pour cause de décès, d'incapacité ou d'invalidité), une décote de 20 % sera appliquée au prix par Titre sous Promesse ;
- (iii) en cas de non-renouvellement, licenciement, révocation du Président Directeur Général ayant pour motif une faute lourde ou faute grave avant le 30 avril 2024, une décote de 30 % sera appliquée au prix par Titre Sous Promesse ; et
- (iv) en cas de rupture du mandat social et/ou du contrat de travail du Président Directeur Général par la Société avant le 30 avril 2024 pour un motif autre que ceux visés aux paragraphes (i) et (ii) ci-dessus, aucune décote ne sera appliquée.

A titre informatif, l'application de cette formule à la date de la présente Note d'Information aboutit à un prix inférieur au Prix de l'Offre Actions.

1.4. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.4.1. Principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, ODDO BHF, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'Etablissement Présentateur, a déposé auprès de l'AMF le 13 novembre 2020, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat portant sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues par l'Initiateur, ainsi que sur l'intégralité des BSA.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période de 30 jours, à acquérir, sous réserve des stipulations de la section 1.4.2 ci-après, auprès des actionnaires de la Société :

- la totalité des actions de la Société qui seront apportées à l'Offre, au prix de 10 euros par action,
- la totalité des BSA de la Société qui seront apportés à l'Offre, au prix de 0,54 euro par BSA, et
- la totalité des actions résultant de l'exercice des BSA.

L'Offre sera, le cas échéant, réouverte dans les conditions précisées à la section 1.12.

L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)), conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.4.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient 1.708.498 actions représentant 30,00% du capital et 28,51% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Initiateur détient également 388.902 BSA à la date de la Note en Réponse.

L'Offre vise :

- l'intégralité des 5.694.996 actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion (i) des 1.708.498 actions détenues par l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur a acquis 760.498 actions suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, (ii) des 23.956 actions auto-détenues par la Société et (iii) des 50.000 AGA 2020 (tel que définies ci-après) attribués par le conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020 au Président Directeur Général et non encore définitivement émises³ soit, à la connaissance de la Société 3.962.542 actions de la Société à la date de la présente Note en Réponse,
- l'intégralité des 4.641.072 BSA en circulation, à l'exclusion (i) des 388.902 BSA détenus par l'Initiateur (étant précisé que ces 388.902 BSA ont été acquis par l'Initiateur suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF) et (ii) des 23.956 BSA auto-détenus par la Société, soit un total de 4.228.214 BSA à la date de la présente Note en Réponse, en ce compris :
 - 3.536.395⁴ BSA émis le 20 décembre 2017 au profit de l'ensemble des actionnaires de la Société,
 - 353.982 BSA émis le 20 décembre 2017 au profit de *European Select Growth Opportunities Fund*, et
 - 337.837 BSA émis le 1^{er} juin 2018 au profit de *European Select Growth Opportunities Fund* ; et
- l'intégralité des 704.701 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 4.228.214 BSA visés ci-dessus

soit à la date de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 4.667.243 actions de la Société et de 4.228.214 BSA.

³ Il est précisé qu'il existe 50.000 actions gratuites attribuées au Président Directeur Général mais non encore acquises (et donc non encore créées) à la date de la présente Note en Réponse et dont les caractéristiques sont décrites à la section 7.1.3. Ces dernières ne sont donc pas visées.

⁴ Par hypothèse, il a été considéré que les 388.902 BSA rachetés par l'Initiateur suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, appartiennent à cette catégorie, étant rappelé, en tant que de besoin, que les BSA émis par la Société sont fongibles.

A l'exception des Actions Gratuites et des valeurs mobilières donnant accès au capital visées ci-dessus, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.4.3. Situation des bénéficiaires de BSA et d'actions gratuites

1.4.3.1. Situation des titulaires de BSA

Le 20 décembre 2017, le conseil d'administration de la Société a émis et attribué gratuitement au bénéfice de l'ensemble des actionnaires de la Société 3.981.251 bons de souscription d'actions ordinaires.

Dans le cadre de ses accords avec le fonds *European Select Growth Opportunities Fund*, la Société a également le 20 décembre 2017 émis et attribué à *European Select Growth Opportunities Fund* 353.982 BSA supplémentaires présentant les mêmes caractéristiques que les BSA attribués gratuitement aux actionnaires.

En date du 1^{er} juin 2018, le conseil d'administration de la Société a émis et attribué à *European Select Growth Opportunities Fund* 337.837 BSA supplémentaires présentant les mêmes caractéristiques que les BSA attribués gratuitement aux actionnaires le 20 décembre 2017.

Les BSA sont exerçables à tout moment à compter de leur souscription et jusqu'au 21 décembre 2021. Six BSA donnent le droit de souscrire une action nouvelle à un prix de souscription par action de 6,78 euros.

A la date de la Note en Réponse, 31.998 BSA ont, à la connaissance de la Société, été exercés. Le nombre de BSA en circulation à la date des présentes est de 4.641.072 BSA (dont 23.956 BSA auto-détenus par la Société), soit un nombre maximum d'actions susceptibles d'être émises en conséquence de l'exercice des BSA de 773.510 (étant entendu que les BSA auto-détenus ne seront pas exercés par la Société).

Chaque titulaire de BSA a l'option d'apporter ses BSA dans le cadre de l'Offre ou d'apporter les actions résultant de l'exercice de ses BSA dès lors que l'Offre vise la totalité des BSA ou la totalité des actions susceptibles d'être émises au résultat de l'exercice des BSA.

L'Initiateur détient 388.902 BSA à la date de la présente Note en Réponse.

1.4.3.2. Situation du titulaire d'actions gratuites

La Société a mis en place un plan d'actions gratuites par décision du conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020 au profit du Président Directeur Général. Les principales caractéristiques de ces actions gratuites (les « **AGA 2020** ») sont résumées à la section 7.1.3.

Ces AGA 2020 feront l'objet de promesses unilatérales de vente et d'achat, telles que décrites à la section 1.3.5.

1.5. Procédure d'apport à l'Offre

Les actions et les BSA apportés à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)) devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action ou BSA apporté à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

En application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de 30 jours de négociation, sauf extension par l'AMF.

1.5.1. Procédure d'apport des actions à l'Offre

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)) dans les conditions proposées aux présentes devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)) remettre aux établissements teneurs de leurs comptes un ordre d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Les actionnaires de la Société sont invités à vérifier auprès de leur intermédiaire financier s'il existe une date limite particulière pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)).

Les ordres d'apport des actions à l'Offre sont révocables à tout moment jusque, et y compris, le jour de clôture de l'Offre conformément à l'article 232-2 du règlement général de l'AMF. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les actions de la Société inscrites en compte sous la forme « au nominatif pur » dans le registre de la Société devront être converties sous la forme « nominatif administré » ou sous la forme « au porteur » afin de pouvoir être apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Par conséquent, les actionnaires dont les titres sont inscrits sous la forme « au nominatif pur » devront au préalable demander leur conversion sous la forme « nominatif administré » ou sous la forme « au porteur » pour les apporter à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Les actionnaires qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous la forme nominative.

Les frais de négociation (notamment les frais de courtage et commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de la Société apportant à l'Offre (ou le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Dans le cadre de l'Offre, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire des actionnaires de la Société.

1.5.2. Procédure d'apport des BSA à l'Offre

Les titulaires de BSA de la Société souhaitant apporter leurs BSA à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)) dans les conditions proposées aux présentes devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)) remettre aux établissements teneurs de leurs comptes un ordre d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Les titulaires de BSA de la Société sont invités à vérifier auprès de leur intermédiaire financier s'il existe une date limite particulière pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)).

Les ordres d'apport des BSA à l'Offre sont révocables à tout moment jusque, et y compris, le jour de clôture de l'Offre conformément à l'article 232-2 du règlement général de l'AMF. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les BSA détenus sous la forme nominative devront être convertis sous la forme « nominatif administré » ou sous la forme « au porteur » afin de pouvoir être apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Par conséquent, les titulaires détenant leurs BSA sous forme nominative devront au préalable demander leur conversion sous la forme « nominatif administré » ou sous la forme « au porteur » pour les apporter à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Les titulaires de BSA qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des BSA sous la forme nominative.

Les frais de négociation (notamment les frais de courtage et commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des porteurs de BSA de la Société apportant à l'Offre (ou le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12)). Dans le cadre de l'Offre, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire des porteurs de BSA de la Société.

1.6. Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information ainsi que le projet de Note en Réponse ont été déposés auprès de l'AMF le 13 novembre 2020. Un avis de dépôt relatif à l'Offre sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://mint.eco/>) et peut être obtenu sans frais et sur simple demande auprès de la Société.

En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur le 13 novembre 2020.

L'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables.

En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information et de la présente Note en Réponse par l'AMF et précise les modalités de mise à disposition.

La note en réponse, ayant reçu le visa de l'AMF, a été, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposée à l'AMF et est tenue gratuitement à la disposition du public auprès de la Société avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité ; un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de cette note en réponse sera publié avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité. Le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, déposé à l'AMF et tenu gratuitement à la disposition du public auprès de la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site internet de la Société conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://mint.eco/>).

L'AMF publiera les dates d'ouverture, de clôture et de publication des résultats et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier et les modalités de l'Offre.

1.7. Centralisation des ordres

La centralisation des ordres d'apport des actions et des BSA de la Société à l'Offre sera réalisée par Euronext Paris.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions et des BSA de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext, transférer à Euronext les actions et les BSA pour lesquels ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et en communiquera le résultat à l'AMF.

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12).

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les actions et les BSA de la Société seront apportés à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre, ou leur restitution en cas de non atteinte du Seuil de Caducité. La date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de

résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

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

Faisant application des dispositions de l'article 232-3 du règlement général, l'AMF publiera le résultat de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre.

Si l'Offre connaît une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis les conditions de règlements et de livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les actions et les BSA de la Société apportés à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement en espèces aux intermédiaires financiers agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions et/ou leur BSA à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre.

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

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.12).

1.9. Conditions de l'Offre – seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de clôture de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital social ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

La confirmation de l'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat de l'Offre qui interviendra après la centralisation des ordres d'apport par Euronext Paris.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les actions et les BSA de la Société apportés à l'Offre seront restitués à leurs porteurs, en principe dans un délai de trois (3) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt ou indemnité de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits porteurs.

1.10. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement des avis annonçant la date d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques de l'Offre.

A titre purement indicatif, le calendrier de l'Offre pourrait être le suivant :

Dates	Principales étapes de l'Offre
13 novembre 2020	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Publication de l'avis de dépôt relatif à l'Offre par l'AMF. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et auprès de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information.
	- Dépôt du projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant.

	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note en Réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition de la Note en Réponse de la Société.
8 décembre 2020	- Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information de l'Initiateur - Visa de l'AMF sur la note en réponse de la Société
8 décembre 2020	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
9 décembre 2020	- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://mint.eco/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
10 décembre 2020	- Ouverture de l'Offre.
22 janvier 2021	- Clôture de l'Offre.
26 janvier 2021	- Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre.
28 janvier 2021	- Opérations de règlement-livraison des titres apportés à l'OPA.
1^{er} février 2021	- Réouverture de l'Offre.
12 février 2021	- Clôture de l'Offre Réouverte.
16 février 2021	- Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre.
18 février 2021	- Opérations de règlement-livraison des titres apportés à l'OPA.

1.11. Possibilité de renonciation à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur peut renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication.

Il peut également renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet, ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du règlement général de l'AMF.

En cas de renonciation, les actions et les BSA présentés à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

1.13. Réouverture de l'Offre

Conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où le Seuil de Caducité serait atteint, l'Offre sera automatiquement réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») dans les 10 jours de négociation suivant la publication des résultats de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte qui durera au moins 10 jours de négociation.

L'Offre ne sera toutefois pas réouverte si l'Initiateur, dans l'hypothèse où il serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre, demandait à l'AMF la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire en application des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF au plus tard 10 jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre.

En cas de réouverture de l'Offre, les termes de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre.

La procédure d'apport et la centralisation des ordres de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites aux sections 1.5 et 1.7 de la présente Note en Réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

1.14. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

1.14.1. *Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger*

La présente Note en Réponse n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni visa hors de France et aucune démarche ne sera faite en ce sens. Les actionnaires de la Société en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que le droit local auquel ils sont soumis ne le leur permette. La participation à l'Offre et la distribution de la présente Note en Réponse peut faire l'objet de restrictions en dehors de la France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation à partir des pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la présente Note en Réponse doivent se conformer aux restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

La présente Note en Réponse ainsi que les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre d'achat, ni une sollicitation d'offre de vente de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, enregistrement, ou visa hors de France.

1.14.2. *Information à l'attention des actionnaires situés aux Etats-Unis*

Concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. Par conséquent, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif au présent Projet de Note en Réponse ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Tout actionnaire de la Société qui apportera ses actions et/ou BSA à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'est pas une personne résidant aux Etats-Unis ou « *US person* » ou un agent ou mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis une copie de la présente Note en Réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les Etats-Unis et (iii) qu'il n'a ni accepté l'Offre ni délivré d'ordre d'apport d'actions et/ou de BSA depuis les Etats-Unis. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation des restrictions et déclarations ci-dessus serait réputée nulle. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

La présente Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumise à la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de quatre membres comme suit :

- Monsieur Kaled Zourray, Président Directeur Général ;
- Monsieur Lionel Lemaux, administrateur indépendant ;
- Monsieur Bernat Rofes, administrateur indépendant ; et
- L'Initiateur, représenté par Monsieur Gaël Joly.

Messieurs Lionel Lemaux et Bernat Rofes sont qualifiés de membres indépendants au regard des critères d'indépendance du Code Middlenext, bien que la Société n'ait retenu aucun code de référence en matière de gouvernement d'entreprise. A cet égard, il est précisé que Messieurs Lionel Lemaux et Bernat Rofes n'entretiennent aucune relation d'affaires avec la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de d'administration se sont réunis, le 12 novembre 2020, sur convocation de Monsieur Kaled Zourray, président du conseil d'administration, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposé par l'Initiateur visant les actions non détenues par ce dernier et les BSA de la Société et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires, les porteurs de BSA et ses salariés.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité de ses membres, en ce compris les membres indépendants.

La délibération du conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Rappel des termes de l'Offre :

*Le Président rappelle que Mercure Energie, société par actions simplifiée au capital de 3.150.000 euros, dont le siège social est sis 1015, avenue de Clapas – 34980 Saint-Gély-du-Fesc, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 877 612 705 (l'« **Initiateur** »), est entré en discussions avec Luna Invest et le Président en vue de l'acquisition de la totalité des titres composant le capital social de la Société (l'« **Offre** »).*

Dans cette perspective, le 25 septembre 2020, l'Initiateur, Luna Invest et le Président ont conclu :

- *un engagement d'apport en vertu duquel Luna Invest s'est engagé à apporter l'intégralité des 288.717 actions et des 288.717 BSA qu'il détient à l'Offre ;*
- *un term sheet, en vertu duquel (i) l'Initiateur s'est engagé à voter en faveur d'un plan d'actions gratuites de performance portant sur un nombre maximum de 210.000 actions gratuites à attribuer au Président, (ii) l'Initiateur et le Président se sont engagés à signer des promesses de vente et d'achat, portant sur la totalité des actions gratuites (en ce compris les actions gratuites susvisées, ainsi que les actions gratuites attribuées au Président par décision du Conseil en date du 3 juillet 2020) et le cas échéant, de tout autre titre que le Président viendrait à détenir et (iii) le pacte d'actionnaires en date du 11 juillet 2019 (ainsi que l'action de concert en résultant) a été résilié.*

*Dans ce contexte, l'Initiateur et la Société ont également conclu le 25 septembre 2020 un tender offer agreement, prévoyant notamment (i) les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre, et une coopération entre l'Initiateur et la Société dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre, (ii) la désignation par le Conseil, via un comité ad hoc, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** »), d'un expert indépendant, en vue de l'émission d'un rapport afférent au caractère équitable des prix proposés dans le cadre de l'Offre, et (iii) l'engagement de recommandation par le Conseil sur les termes de l'Offre sur la base du rapport de l'expert indépendant, sous réserve du caractère financièrement équitable de l'Offre.*

L'Offre porte ainsi sur :

- l'intégralité des 5.694.996 actions composant le capital social de la Société, à l'exclusion (i) des 948.000 actions détenues par l'Initiateur, et (ii) des 23.956 actions auto-détenues par la Société, soit un total de 4.723.040 actions de la Société, au prix unitaire de 10 euros (le « **Prix de l'Offre Actions** »),
- l'intégralité des 4.641.072 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** ») et non exercés, à l'exclusion de 23.956 BSA auto-détenus par la Société, soit un total de 4.617.116 BSA, au prix unitaire de 0,54 euro (le « **Prix de l'Offre BSA** », et avec le Prix de l'Offre Actions, le « **Prix de l'Offre** »), et
- l'intégralité des 769.518 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice des 4.617.116 BSA visés ci-dessus.

La durée de l'Offre sera de 30 jours de négociation.

Travaux du comité ad hoc :

Le Président rappelle également que :

- conformément aux stipulations du tender offer agreement susvisé, aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n° 2006-15, lors de sa réunion du 25 septembre 2020, le Conseil a mis en place un comité ad hoc chargé (i) de recommander la nomination d'un expert indépendant, (ii) de superviser la mission dudit expert, (iii) de suivre le moment venu le déroulement de l'Offre, et (iv) de préparer un projet d'avis motivé qui pourrait être recommandé au Conseil sur l'Offre. Ce comité est composé de Monsieur Kaled Zourray (Président et directeur général de la Société), Monsieur Lionel Lemaux (administrateur indépendant) et de Monsieur Bernat Rofes (administrateur indépendant) ;
- sur proposition du comité ad hoc, au regard des différentes propositions d'accompagnement formulées par plusieurs cabinets d'expertise indépendante, après s'être assuré qu'il remplissait bien les critères d'indépendance requis, et tant au vu de la proposition de mission faite par le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, jugée satisfaisante au regard de son expérience dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, de ses moyens matériels et enfin, de ses conditions de rémunération, le Conseil a désigné dans sa séance du 25 septembre 2020, sur le fondement de l'article 261-I 1 2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guérineau, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), chargé d'examiner les conditions économiques de l'Offre et d'établir son rapport conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF.

Monsieur Kaled Zourray fait état des travaux du comité ad hoc et indique qu'il s'est réuni à plusieurs reprises et que ses membres ont pu suivre l'avancement et la réalisation des travaux de l'Expert Indépendant et ont pu échanger avec lui.

Le comité ad hoc s'est en effet réuni à trois reprises avec l'Expert Indépendant :

- les 22 et 26 octobre 2020, afin de faire des premiers points d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et notamment sur les méthodes de valorisations privilégiées par ce dernier et les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;
- le 10 novembre 2020, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté un premier projet de son rapport et a répondu aux questions des membres du comité ad hoc.

Des échanges ont également eu lieu entre le comité ad hoc et l'Expert Indépendant en amont du présent Conseil chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport définitif et l'attestation d'équité qu'il comporte.

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès entre autres :

- Au plan d'affaires consolidé 2020-2025 mis à jour sur la base du current trading en octobre 2020, intégrant notamment le contexte lié à l'épidémie de Covid-19 ;

- Au courrier adressé par certains actionnaires minoritaires en date du 9 octobre 2020 ;
- Aux derniers reporting mensuels de la Société ;
- A certaines études de marché, notamment celles du médiateur national de l'énergie ;
- Aux derniers rapports annuels et semestriels de la Société ; et
- A plusieurs sessions de questions / réponses avec le directeur général de la Société.

Le plan d'affaires fourni traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et l'ensemble des données prévisionnelles pertinentes à la date de l'Offre.

Documents mis à disposition :

Puis le Président met les documents suivants à la disposition du Conseil :

- *Le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments de l'appréciation de l'Offre établis par ODDO BHF, établissement présentateur et garant ;*
- *Le projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;*
- *Le rapport établi par le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 I du règlement général de l'AMF ; et*
- *Le projet de note d'information en réponse de la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.*

Il tient également à la disposition des membres du Conseil l'intégralité des documents remis à l'Expert Indépendant dans le cadre de sa mission.

Dans ce contexte, et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil est appelé à examiner le projet d'Offre et à rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Avis motivé du Conseil :

La discussion est ouverte.

Le Président laisse la parole à l'Expert Indépendant afin que ce dernier présente au Conseil les conclusions de son rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre. Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports mis à sa disposition, en particulier le projet de note d'information de l'Initiateur, le rapport de l'Expert Indépendant et le projet de note en réponse de la Société, et après en avoir discuté, le Conseil constate que :

- *l'Initiateur était entré au capital de la Société à l'occasion d'une augmentation de capital réservée de 3,23 M€ le 12 juillet 2019, via la souscription de 948.000 actions, représentant 16,65% du capital et 15,82% des droits de vote, au prix de 3,41 € par action. L'Initiateur bénéficie également d'un siège au Conseil depuis le 9 octobre 2019 ;*
- *l'Initiateur souhaite renforcer sa participation au capital de la Société afin de lui permettre de poursuivre sa stratégie sous la conduite de son équipe actuelle de management, et le succès de l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société, notamment en matière d'emploi ;*

- *l'Initiateur souhaite en outre, dans le cadre de l'opération envisagée, associer le Président à la création de valeur qui serait réalisée et mettre en place un mécanisme d'association au capital de ce dernier ;*
- *l'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire si les conditions requises se trouvent remplies ;*
- *le Prix de l'Offre Actions représente une prime de +24,2% par rapport au dernier cours de clôture précédant l'annonce du projet d'Offre le 28 septembre 2020, de +31,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des 60 derniers jours précédant cette même date et de +61,5% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des 120 derniers jours précédant cette même date ; et*
- *l'Expert Indépendant a relevé dans son rapport définitif que :*
 - *le Prix de l'Offre Actions représente, et ce malgré un doublement du cours depuis le mois d'avril 2020 (i) une prime de +24,2% par rapport au cours du 25 septembre 2020 ; (ii) une prime comprise entre +20,5% et +91,0% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours ; (iii) la mise en oeuvre de la méthode des DCF a abouti à une valorisation de l'action MINT de 8,63€ sur la base de laquelle le Prix de l'Offre Action fait ressortir une prime de 16% ; et (iv) sur la base de leurs analyses de sensibilité, la valeur de l'action MINT s'établit dans une fourchette de 8,21€ à 9,06€ ce qui permet au Prix de l'Offre Actions de représenter une prime comprise entre 10% et 22%.*
 - *le Prix de l'Offre BSA représente (i) une prime de +46% par rapport au cours du 25 septembre 2020 ; (ii) une prime comprise entre +28% et +101% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours ; (iii) la conversion des BSA en actions et l'apport de ces dernières dans le cadre l'Offre permettrait à leur porteur d'obtenir un montant de 0,5367€. Le Prix de l'Offre BSA représente alors une légère prime de 0,6% ; (iv) la valeur théorique du BSA s'inscrit dans une fourchette de 0,41€ à 0,43€ avec une valeur centrale de 0,43€ ; et (v) le Prix d'Offre BSA fait donc ressortir une prime comprise entre 24% et 31%.*
- *l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.*

Le rapport du cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, Expert Indépendant nommé dans les conditions rappelées ci-dessus, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et les porteurs de BSA :

« Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat initiée par Mercure Energie, sur les actions et les BSA de MINT, au prix unitaire respectif de 10,0€ et 0,54€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéas 2, 4 et 5 du Règlement Général de l'AMF au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- *L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver.*
- *MINT a entamé depuis trois ans une reconversion réussie dans le domaine de la fourniture d'électricité. Elle enregistre ainsi une importante croissance, conjuguée avec des résultats volatils, à l'origine d'une forte dispersion des attentes des investisseurs quant à ses perspectives futures.*
- *Dans ce contexte, concernant l'appréciation du Prix d'Offre Actions :*

- *La mise en œuvre de la méthode DCF permet de tenir compte de manière explicite de l'ensemble des paramètres structurants de l'activité de MINT et de sa capacité à créer de la valeur dans le futur.*
Les résultats de cette méthode extériorisent alors une prime comprise entre 10% et 22%, sur la base d'un plan d'affaires intégrant un important potentiel de croissance du chiffre d'affaires, grâce au développement de la base clients et à la diversification des services offerts, ainsi qu'une cible de marge intégrant, de manière cohérente, le cadre réglementaire de fixation des prix de l'électricité, la faiblesse des barrières à l'entrée dans le secteur et les coûts d'acquisition des clients à consentir pour atteindre les objectifs de croissance retenus.
- *La référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 24% sur le cours précédent l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 21%, 31% et 62% pour les moyennes à 20, 60 et 120 jours.*
Les primes les plus importantes sont extériorisées sur les références calculées sur les durées les plus longues, ce qui matérialise la forte progression enregistrée par le titre avant l'annonce du projet d'offre, dans un contexte où les limites à l'arbitrage sur l'action MINT favorise l'inclusion des opinions les plus positives dans le cours du titre.
Par ailleurs, le cours de l'action de MINT n'a jamais franchi le Prix d'Offre Action depuis l'annonce du projet d'Offre dans un contexte d'échanges particulièrement importants représentant près d'un tiers du flottant.
- *Le Dirigeant s'est engagé à apporter ses titres dans le cadre de l'Offre sans que l'analyse des accords connexes remettent en cause l'égalité de traitement entre les différents apporteurs de titres.*
- *Concernant l'appréciation du Prix d'Offre BSA :*
 - *La référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 46% sur le cours précédent l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 28%, 37% et 68% pour les moyennes à 20, 60 et 120 jours.*
Ces primes plus fortes que celles observées sur l'action traduisent l'effet levier inhérent à un instrument optionnel.
 - *La valeur théorique fait ressortir une prime comprise entre 24% et 31% en intégrant des paramètres cohérents avec ceux retenus pour déterminer la valeur intrinsèque des actions.*
 - *Il est équivalent à la fois à la valeur du BSA en cas de conversion et d'apport des actions reçues à l'Offre et à ce que recevra le Dirigeant dans le cadre de son Engagement d'apport.*

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre Action de 10,0€ et le Prix d'Offre BSA de 0,54€ sont équitables d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres MINT.

Le Conseil considère à l'unanimité que, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant, et du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil :

- *approuve à l'unanimité le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse ;*
- *décide d'émettre un avis favorable à l'Offre ainsi que de recommander à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*

- décide de ne pas apporter à l'Offre les 23.956 actions auto-détenues par la Société ;
- décide de ne pas apporter à l'Offre les 23.956 BSA auto-détenus par la Société ;
- donne tous pouvoir à son Président à l'effet de (i) finaliser, amender et déposer au nom et pour le compte de la Société, le projet de note en réponse de la Société, le document « Autres Informations » de la Société (i.e., informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société), et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Paris (la « **Documentation d'Offre** »), (ii) communiquer aux salariés de la Société l'information sur le contenu de l'Offre et sur ses conséquences en matière d'emploi requise en application de l'article L. 2312-50 du Code du Travail et (iii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de la Société, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre, et plus généralement à l'Offre. »

Le 2 décembre 2020, connaissance prise, (i) de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant, (ii) des nouveaux courriers des actionnaires minoritaires et (iii) des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son addendum, le Conseil d'administration de la Société a confirmé que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés ainsi que les termes de son avis du 12 novembre 2020 :

La délibération du conseil d'administration contenant la réitération de l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Le Président rappelle que Mercure Energie (l'« **Initiateur** »), a indiqué au Conseil par courrier en date du 25 septembre 2020 sa volonté de déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique d'achat en numéraire visant la totalité (i) des actions et (ii) des bons de souscription d'actions émis et attribués gratuitement le 20 décembre 2017 (les « **BSA** ») par la Société, à l'exception des 23.956 actions auto-détenues, des 23.956 BSA auto-détenus et des 50.000 actions gratuites émises dans le cadre du plan d'actions gratuites mis en place par décisions du Conseil du 3 juillet 2020 (l'« **Offre** »).

Ce même jour, le conseil d'administration de la Société, statuant à l'unanimité, a émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre présentée par l'Initiateur pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Parallèlement, lors de sa réunion du 25 septembre 2020, le conseil d'administration de la Société a mis en place un comité ad hoc chargé de recommander la nomination d'un Expert Indépendant et de préparer un projet d'avis motivé sur l'Offre. Ce comité est composé du Président Général de la Société ainsi que de Messieurs Lionel Lemaux et Bernat Rofes, tous deux administrateurs indépendants.

Sur proposition du comité ad hoc, le conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 28 septembre 2020 décrivant les principales caractéristiques de l'Offre envisagée.

Le conseil d'administration de la Société et l'Expert Indépendant ont respectivement reçu des courriers et courriels établis par certains actionnaires minoritaires, faisant état de remarques notamment sur la valorisation de la Société et le Prix de l'Offre en date du :

- 9 octobre 2020 portant notamment sur les éléments de valorisation de la Société dans le cadre de l'Offre; et
- 10 novembre 2020 concernant notamment la valorisation des BSA.

Le 12 novembre 2020, les termes de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de la Société, qui a considéré, connaissance prise :

- (i) du rapport de l'Expert Indépendant ;
- (ii) du projet d'avis motivé du comité ad hoc en date du 10 novembre 2020 tenant compte des courriers des actionnaires minoritaires et des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son rapport ;
- (iii) des courriers des actionnaires minoritaires et des réponses satisfaisantes apportées par l'Expert Indépendant dans son rapport,

que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés.

*Le 13 novembre 2020, ODDO BHF a déposé pour le compte de l'Initiateur, le projet de note d'information auprès de l'AMF, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** »).*

Dans ce contexte, la Société a déposé le projet de Note en Réponse à l'Offre conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF. Les salariés de la Société ont été informés directement de l'Offre par email, ce même jour, conformément aux dispositions de l'article L. 2312-50 du Code du travail.

Faisant suite à la réception en date du 16 novembre 2020 et du 29 novembre 2020 par l'AMF et la Société de deux nouveaux courriers de deux actionnaires minoritaires portant notamment sur les points suivants :

- les objectifs de marge ;
- les conditions de valorisation des BSA ;
- l'analyse de l'exposition de MINT à la volatilité des prix de marché ;
- le cours du titre MINT en l'absence d'annonce concomitante de l'Offre et de ses résultats du 1^{er} semestre 2020 ; et
- le taux de marge d'EBITDA.

L'Expert Indépendant a transmis à la Société, le 1^{er} décembre 2020, un addendum à son rapport initial en date du 29 septembre 2020 répondant notamment aux points soulevés dans lesdits courriers.

L'Expert Indépendant présente aux membres du Conseil le contenu dudit addendum, portant notamment réponse aux points soulevés dans les courriers susvisés.

Les administrateurs procèdent à un échange de vue sur l'ensemble de ces éléments entre eux et avec le représentant de l'Expert Indépendant.

Connaissance prise (i) des courriers du 16 novembre 2020 et du 29 novembre 2020 et (ii) de l'addendum au rapport de l'Expert Indépendant, et après revue des termes de l'Offre, le Conseil, statuant à l'unanimité, (i) considère que les réponses apportées par l'Expert Indépendant aux questions soulevées par les actionnaires sont satisfaisantes, (ii) confirme l'avis favorable rendu le 12 novembre 2020 concernant les termes de l'Offre et (iii) confirme recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil prend acte que les modifications afférentes à l'addendum de l'Expert Indépendant et à la présente décision seront apportées dans la note d'information établie par l'Initiateur et dans la note en réponse de la Société. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

L'ensemble des administrateurs de la Société, à l'exception de l'Initiateur, ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent, à l'exception des actions qu'ils détiennent en tant qu'administrateur conformément aux statuts de la Société.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES ET AUX BSA AUTO-DÉTENUS

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 23.956 actions et 23.956 BSA. La Société n'apportera pas ces actions et ces BSA à l'Offre.

Ces actions auto-détenues et ces BSA auto-détenus par la Société ne sont donc pas visés par l'Offre.

5. INFORMATION DES SALAIRES DE LA SOCIÉTÉ

L'effectif de la Société s'élevant, à la date de la présente Note en Réponse, à moins de 50 salariés, la Société ne dispose que d'un comité social et économique aux pouvoirs restreints. En conséquence, et conformément aux dispositions de l'article L. 2312-50 du Code du travail, les salariés de la Société ont été informés directement de l'Offre par email en date du 13 novembre 2020.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF et aux dispositions de la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil d'administration de la Société, lors de la séance en date du 25 septembre 2020, a constitué un comité *ad hoc* composé de trois membres indépendants du conseil d'administration :

- Monsieur Kaled Zourray, Président Directeur Général ;
- Monsieur Lionel Lemaux, administrateur indépendant ; et
- Monsieur Bernat Rofes, administrateur indépendant.

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a désigné, lors de sa séance du 25 septembre 2020, sur le fondement de l'article 261-1 I 2°, 4° et 5° du Règlement Général de l'AMF, le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'Expert Indépendant.

La conclusion du rapport de l'Expert indépendant en date du 12 novembre 2020 figure dans l'avis motivé à la section 2 de la présente Note en Réponse et est reproduite en partie ci-dessous :

« [...] nous sommes d'avis que le Prix d'Offre Action de 10,0€ et le Prix d'Offre BSA de 0,54€ sont équitables d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres MINT ».

Le rapport l'Expert Indépendant est reproduit *in extenso* en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

L'Expert Indépendant a transmis à la Société, le 1^{er} décembre 2020, un addendum à son rapport initial en date du 29 septembre 2020 répondant notamment aux points soulevés dans les courriers des minoritaires.

L'addendum de l'Expert Indépendant est reproduit *in extenso* en Annexe 2 de la présente Note en Réponse.

7. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure du capital et des droits de vote de la Société

7.1.1. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

➤ Sur une base non diluée

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève, sur une base non diluée, à 854.249,40 euros et est composé de 5.694.996 actions, de 0,15 euro de valeur nominale chacune.

Le capital est réparti comme suit :

(a) A la date de dépôt du projet d'Offre (13 novembre 2020)

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage des droits de vote détenus
Luna Invest	288.717	5,07%	577.434	9,63%
Mercure Energie	948.000	16,65%	948.000	15,82%
Auto-détention	23.956	0,42%	23.956	0,40%
Flottant	4.434.323	77,86%	4.444.019	74,15%
Total	5.694.996	100%	5.993.409	100%

(b) A la date de la présente Note en Réponse

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	Pourcentage des droits de vote détenus
M. Zourray / Luna Invest	288.717	5,07%	577.434	9,63%
Mercure Energie	1.708.498	30,00%	1.708.498	28,51%
Auto-détention	23.956	0,42%	23.956	0,40%
Flottant	3.673.825	64,51%	3.683.521	61,46%
Total	5.694.996	100%	5.993.409	100%

Il est précisé que l'Initiateur a acquis 760.498 actions suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

➤ Sur une base diluée

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société, sur une base diluée⁵, est composé de 6.518.506 actions, de 0,15 euro de valeur nominale chacune, réparties comme suit :

⁵ Compte tenu des 4.641.072 BSA et des 50.000 actions gratuites attribuées au Président Directeur Général par le conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020.

(a) A la date de dépôt du projet d'Offre (13 novembre 2020)

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	Nombre de BSA détenus	Nombre d'actions gratuites détenues	Nombre d'actions détenues (base diluée)	Pourcentage du capital social détenu	Nombre de droits de vote détenus	Pourcentage des droits de vote détenus
Kaled Zourray	-	-	50.000	50.000	0,77%	50.000	0,73%
Luna Invest	288.717	288.717	-	336.836	5,17%	625.553	9,18%
Mercure Energie	948.000	-	-	948.000	14,54%	948.000	13,91%
Auto-détention	23.956	23.956	-	27.948	0,43%	27.948	0,41%
Flottant	4.434.323	4.328.399	-	5.155.722	79,09%	5.165.418	75,77%
Total	5.694.996	4.641.072	50.000	6.518.506	100%	6.816.919	100%

(b) A la date de la présente Note en Réponse

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	Nombre de BSA détenus	Nombre d'actions gratuites détenues	Nombre d'actions détenues (base diluée)	Pourcentage du capital social détenu	Nombre de droits de vote détenus	Pourcentage des droits de vote détenus
Kaled Zourray	-	-	50.000	50.000	0,77%	50.000	0,73%
Luna Invest	288.717	288.717	-	336.836	5,17%	625.553	9,18%
Mercure Energie	1.708.498	388.902	-	1.773.315	27,20%	1.773.315	26,01%
Auto-détention	23.956	23.956	-	27.948	0,43%	27.948	0,41%
Flottant	3.673.825	3.939.497	-	4.395.224	66,43%	5.165.418	63,67%
Total	5.694.996	4.641.072	50.000	6.518.506	100%	6.816.919	100%

Il est précisé que l'Initiateur a acquis 388.902 BSA suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

7.1.2. Actions et BSA auto-détenus

A la date de la Note en Réponse, le nombre d'actions auto-détenues par la Société s'élève à 23.956. La Société détient également 23.956 BSA.

7.1.3. Instruments donnant accès au capital de la Société

➤ BSA

Le 20 décembre 2017, le conseil d'administration de la Société a émis et attribué gratuitement au bénéfice de l'ensemble des actionnaires de la Société 3.981.251 bons de souscription d'actions ordinaires.

Dans le cadre de ses accords avec le fonds *European Select Growth Opportunities Fund*, la Société a également le 20 décembre 2017 émis et attribué à *European Select Growth Opportunities Fund* 353.982 BSA supplémentaires présentant les mêmes caractéristiques que les BSA attribués gratuitement aux actionnaires.

En date du 1^{er} juin 2018, le conseil d'administration de la Société a émis et attribué à *European Select Growth Opportunities Fund* 337.837 BSA supplémentaires présentant les mêmes caractéristiques que les BSA attribués gratuitement aux actionnaires le 20 décembre 2017.

Les BSA sont tous admis à la cotation sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0013307329.
A la date de la présente Note en Réponse, 4.641.072 BSA sont en circulation. Les caractéristiques des BSA sont détaillées ci-dessous :

	BSA
Code ISIN	FR0013307329
Marché de cotation	Euronext Growth
Nombre de BSA émis	4.673.070
Autorisation de l'assemblée générale	2 ^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires en date du 11 mai 2017
Date d'émission	Le 20 décembre 2017 Le 1 ^{er} juin 2018
Nombre de BSA nécessaires à la souscription d'une action	6
Prix d'exercice (en euros)	6,78 euros
Date d'expiration	21 décembre 2021
Nombre de BSA restant à la date de la Note en Réponse	4.641.072

L'Initiateur détient 388.902 BSA à la date de la présente Note en Réponse.

L'intégralité des BSA, à l'exception (i) des 23.956 BSA auto-détenus par la Société et (ii) des 388.902 BSA détenus par l'Initiateur, est visée par l'Offre, soit un total de 4.228.214 BSA, au prix de 0,54 euro par BSA.

➤ **Actions gratuites existantes**

Il est précisé que la Société a décidé de la mise en œuvre d'un plan d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-dessous, en vertu de décisions du conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020.

A cet égard, 50.000 actions gratuites attribuées au Président Directeur Général seront en cours d'acquisition à la date de l'ouverture de l'Offre.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des actions gratuites susvisées :

	AGA 2020
Bénéficiaires	Monsieur Kaled Zourray, président directeur général de la Société.
Autorisation de l'assemblée générale	10 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société en date du 4 juin 2020.
Date d'attribution par le Conseil d'administration	3 juillet 2020.
Nombre cumulé d'actions attribuées au titre du plan	50.000.
Nombre cumulé d'actions en cours d'acquisition à la date de la Note en Réponse	50.000.

Conditions d'acquisition des AGA 2020	Condition de présence jusqu'à l'issue de la période d'acquisition, sauf en cas de révocation pour tout motif autre qu'une faute grave ou faute lourde ou d'invalidité.
Période d'acquisition	Termes de la période d'acquisition : 31 décembre 2023.
Conditions d'acquisition anticipée (hors invalidité, départ à la retraite, etc.)	En cas de décès, dans les conditions légales.
Mode d'attribution	Actions nouvelles.
Période de conservation	Aucune.

Ces AGA 2020 n'ont, à la date de la Note en Réponse, pas encore été définitivement acquises par le Président Directeur Général. En application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, leur attribution ne deviendra définitive qu'à l'issue de la période d'acquisition susmentionnée.

Les AGA 2020 font l'objet des Promesses dont les principaux termes sont définis à la section 1.3.5.

7.1.4. Actions et BSA détenus par l'Initiateur

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient 1.708.498 actions de la Société. Il est précisé que l'Initiateur était entré au capital de la Société à l'occasion d'une augmentation de capital réservée de 3,23 M€ le 12 juillet 2019, lui permettant de souscrire 948.000 actions, représentant 16,65% du capital et 15,82% des droits de vote, au prix de 3,41 € par action. L'Initiateur bénéficie également d'un siège au conseil d'administration de la Société depuis le 9 octobre 2019.

L'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'Offre et détenait 948.000 actions à la date de dépôt du projet d'Offre.

Suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre, l'Initiateur a acquis 760.498 actions et 388.902 BSA, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

7.1.5. Déclarations de franchissement de seuil et d'intentions

Avant le dépôt de l'Offre, l'Initiateur détenait 16,65% du capital social et 15,82% des droits de vote théoriques de la Société.

Suite au dépôt du projet d'Offre intervenu le 13 novembre 2020, l'Initiateur a acquis 760.498 actions, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient 30,00% du capital social et 28,51% des droits de vote théoriques de la Société.

7.1.6. Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 11 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir un nombre d'actions représentant une fraction égale à 5%, 10 %, 15 %, 20%, 25 %, 33,33%, 50 %, 66,66 %, 90 % ou 95 % du capital social ou des droits de vote, est tenue d'en informer la Société dans un délai de quinze jours à compter du franchissement du seuil de participation susvisé, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée à son siège social en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les statuts prévoient que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par les dispositions du Code de commerce, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 5% du capital social en font la demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale.

7.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant, à l'exception du Protocole plus amplement détaillé en section 1.4.4 de la Note d'Information et en section 1.3.4 de la présente Note en Réponse, lequel n'entrerait en vigueur que sous réserve du succès de l'Offre.

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

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1.1 de la présente Note en Réponse.

Il est précisé qu'avant le dépôt de l'Offre, l'Initiateur détient 16,65% du capital social et 15,82% des droits de vote théoriques de la Société.

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

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

7.6. 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.

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

Le Pacte 2019 conclu entre l'Initiateur, Eoden, Luna Invest et le Président Directeur Général le 11 juillet 2019 (ainsi que l'action de concert en résultant) a été résilié. Dans l'hypothèse où l'Offre Publique serait caduque du fait de la non atteinte par l'Initiateur du Seuil de Caducité, l'Initiateur, Luna Invest et le Président Directeur Général se sont engagés à signer, dans les meilleurs délais, un nouveau pacte d'actionnaires qui reprendrait les stipulations du Pacte 2019.

En dehors du Protocole, décrit en section 1.4.4 de la Note d'Information et en section 1.3.4 de la présente Note en Réponse, et des Promesses, décrites en section 1.4.5 de la Note d'Information et en section 1.3.5 de la présente Note en Réponse, ainsi que du mécanisme de liquidité décrit en section 1.4.2.3 de la Note d'Information et en section 1.3.2.3 de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

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

7.8.1. Principes d'organisation

7.8.1.1. Nomination/ Révocation des administrateurs

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire. La durée de leurs fonctions est de 6 années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible sous réserve de satisfaire aux conditions du présent article. Les administrateurs peuvent être révoqués et remplacés à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les personnes physiques âgées de plus de 70 ans ne peuvent être administrateurs ; lorsqu'elles dépassent cet âge en cours de mandat, elles sont réputées démissionnaires d'office lors de la plus prochaine assemblée générale.

Toute nomination intervenue en violation des dispositions précédentes est nulle, à l'exception de celles auxquelles il peut être procédé à titre provisoire.

7.8.1.2. Administrateur personne morale

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques.

Le mandat du représentant permanent désigné par la personne morale nommée administrateur lui est donné pour la durée du mandat de cette dernière.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

La désignation du représentant permanent ainsi que la cessation de son mandat sont soumises aux mêmes formalités de publicité que s'il était administrateur en son nom propre.

7.8.1.3. Vacance, décès, démission

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil.

Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le conseil néglige de procéder aux nominations requises ou de convoquer l'assemblée, tout intéressé peut demander au président du tribunal de commerce, statuant sur requête, la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale, à l'effet de procéder à ces nominations ou de les ratifier selon les cas.

7.8.1.4. Propriété d'une action

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une (1) action de la Société au plus tard au jour de sa nomination.

Si, au jour de sa nomination, un administrateur n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office, s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de trois mois.

7.8.2. *Règles applicables à la modification des statuts de la Société*

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

7.9. **Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachats d'actions**

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le conseil d'administration dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Autorisations	Montant nominal maximum autorisé ou nombre d'actions	Date à laquelle l'autorisation a été donnée	Durée	Utilisation faite des délégations
Emission avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'actions de la Société ainsi que toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société	Montant nominal maximum des augmentations de capital social : 600.000 euros. Montant nominal des valeurs mobilières représentatives des créances donnant accès au capital : 6.000.000 d'euros.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	26 mois	Néant
Augmentation de capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription (offre au public)	Montant nominal maximum des augmentations de capital social : 600.000 euros. Montant nominal des valeurs mobilières représentatives des créances donnant accès au capital : 6.000.000 d'euros.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	26 mois	Néant

Autorisations	Montant nominal maximum autorisé ou nombre d'actions	Date à laquelle l'autorisation a été donnée	Durée	Utilisation faite des délégations
Augmentation de capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription (placement privé)	Montant nominal maximum des augmentations de capital social limité à 20% du capital social par an. Montant nominal des valeurs mobilières représentatives des créances donnant accès au capital : 6.000.000 d'euros.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	26 mois	Néant
Augmentation de capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices et autres	Montant nominal maximum des augmentations de capital social : 300.000 euros.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	26 mois	Néant
Augmentation de nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	Augmentation du nombre de titres dans la limite de 15% de l'émission initiale, au même prix que celui retenu pour l'émission initiale, dans les 30 jours de la clôture de la souscription de l'émission initiale.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	26 mois	Néant
Attribution gratuite des actions de la Société	10% du capital de la Société, à l'exclusion des salariés ou des mandataires sociaux détenant plus de 10% du capital de la Société.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	38 mois	Attribution de 50.000 actions gratuites (AGA 2020) au profit de Kaled Zourray par décision du conseil d'administration en date du 3 juillet 2020
Emission d'options de souscription et/ou d'achat d'actions au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux	5% du capital social de la Société.	Assemblée générale extraordinaire en date du 4 juin 2020	38 mois	Néant

7.10. Accords conclus impactés en cas de changement de contrôle de la Société

En cas de changement de contrôle de la Société, aucun contrat significatif de la Société ne serait susceptible d'être impacté par l'Offre.

7.11. Accords d'indemnités aux membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Kaled Zourray
Président directeur général de Mint

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT INITIEE PAR MERCURE ENERGIE

novembre 2020

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris

Sommaire

1.	Présentation de l'Offre	4
1.1	Société concernée par l'Offre	4
1.2	Présentation des accords conclus préalablement à l'Offre	5
1.3	Présentation des modalités de l'Offre	6
1.4	Présentation des motifs de l'Offre	7
1.5	Intentions de l'Initiateur	7
1.6	Présentation des intentions exprimées par les actionnaires de la Société	8
1.7	Financement de l'Offre	8
2.	Présentation de MINT et de ses marchés	9
2.1	Un marché résidentiel de la fourniture d'électricité offrant des opportunités de développement aux fournisseurs alternatifs	9
2.2	...mais présentant des barrières à l'entrée limitées	11
2.3	...sur lequel MINT a réussi sa reconversion grâce à la mise en place d'une offre verte et low cost	15
2.4	...lui permettant d'afficher une forte croissance de son activité mais des résultats très volatils	16
2.5	...tout en étant en mesure de générer une importante trésorerie	18
2.6	En synthèse, MINT dispose d'un modèle économique lui permettant d'envisager une forte croissance mais dont l'enjeu est d'obtenir sur le long terme un niveau de marge satisfaisant	19
3.	Données structurant l'évaluation de MINT	22
3.1	Date d'évaluation	22
3.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu	22
3.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres	23
4.	Eléments d'appréciation du Prix d'Offre Actions	24
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	24
4.2	Référence au cours de bourse – à titre principal	27
4.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal	33
4.4	Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société – à titre principal	38
4.5	Analyse des synergies attendues	39
4.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre Actions	39
5.	Eléments d'appréciation du Prix d'Offre BSA	41
5.1	Présentation des caractéristiques des BSA	41
5.2	Référence au cours de bourse des BSA	41
5.3	Valeur en cas de conversion des BSA et d'apport des actions obtenues à l'Offre	43
5.4	Valeur théorique des BSA	43
5.5	Référence aux transactions récentes	45
5.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre BSA	46
6.	Accords connexes à l'Offre	47
6.1	Engagement d'apport du Dirigeant et de Luna Invest	47
6.2	Engagement de voter en faveur d'un plan d'attribution d'actions gratuites au profit du Dirigeant	47
6.3	Mise en place d'un mécanisme de liquidité concernant les titres émis par la Société détenus par le Dirigeant	47
6.4	Conditions d'exercice des fonctions du Dirigeant	48
6.5	Conclusion	48
7.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre établi par l'Etablissement présentateur	49
7.1	Analyse du résultat des travaux sur le Prix d'Offre Actions	49
7.2	Analyse du résultat des travaux sur le Prix d'Offre BSA	50

8.	Contact avec des tiers	52
9.	Conclusion.....	56
	Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	58
	Annexe 2 : Lettre de mission	63

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a été désigné par le Conseil d'administration de la société **MINT** (ci-après la « **Société** » ou « **MINT** ») en date du 25 septembre 2020 en qualité d'expert indépendant.

L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société Mercure Energie (ci-après « **L'Initiateur** » ou « **Mercure Energie** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat (ci-après « **L'Offre** ») visant les actions et les bons de souscription d'actions (ci-après, les « **BSA** ») émis par MINT.

Notre désignation est intervenue conformément à l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cas où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société car :

- (i) « *les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur susceptible d'affecter leur indépendance* » (article 261-1 I 2°) ;
- (ii) « *il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (article 261-1 I 4°) ;
- (iii) « *l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* » (article 261-1 I 5°).

L'Initiateur indique dans le projet de note d'information qu'il se réserve la faculté de lancer un retrait obligatoire (ci-après, le « **RO** ») dans l'hypothèse où les conditions nécessaires seraient réunies. Le présent rapport n'a pas pour objet de se prononcer sur les conditions financières d'un éventuel RO conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF.

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué conjoint en date du 28 septembre 2020, MINT et l'Initiateur ont annoncé avoir signé un accord aux termes duquel la société EODEN, au travers de sa filiale Mercure Energie, déposera, avant la fin du 4^{ème} trimestre 2020, un projet d'offre publique d'achat en numéraire portant sur les actions et les BSA émis par MINT.

1.1 Société concernée par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – Mercure Energie

Mercure Energie est une société par actions simplifiée au capital de 3.150.000 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 877 612 705, dont le siège social se situe au 1015, avenue de Clapas, 34980 Saint-Gély-du-Fesc.

Mercure Energie exerce principalement une activité de holding, de prestations de services techniques, administratifs, financiers, juridiques et comptables au profit de ses filiales, d'acquisition par achat, apport et gestion et suivi de portefeuilles de valeurs mobilières cotées ou non cotées, et de placements financiers.

Son capital est entièrement détenu par la société EODEN dont l'activité consiste à porter des projets en France et en Europe qui agissent en faveur de la transition énergétique, agroécologique et environnementale.

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre – MINT

MINT est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier sous le numéro 422 716 878, dont le siège social se situe 52 rue d'Odin, 34965 Montpellier.

Son capital social s'élève à 854.249,4 euros et est composé de 5.694.996 actions.

Il se répartit de la manière selon le projet de note d'information :

Figure 1. Répartition du capital et des droits de vote de Mint

	Nombre d'actions	En %	Nombre de droits de vote	En %
M. Zourray / Luna Invest	288 717	5,07%	577 434	9,63%
Mercure Energie	948 000	16,65%	948 000	15,82%
Auto-détention	23 956	0,42%	23 956	0,40%
Flottant	4 434 323	77,86%	4 444 019	74,15%
Total	5 694 996	100,00%	5 993 409	100,00%

Source : projet de note d'information

Les actions et les BSA MINT sont admis aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris respectivement sous les codes ISIN FR0004172450 et FR0013307329.

MINT se présente comme un fournisseur de services éco-responsables dans le domaine de l'énergie et des télécoms à destination du plus grand nombre et au meilleur prix.

1.2 Présentation des accords conclus préalablement à l'Offre

1.2.1 L'engagement d'apport

Le 25 septembre 2020, M. Zourray, président directeur général de la Société, (ci-après, le « **Dirigeant** »), et la société Luna Invest (ci-après, « **Luna Invest** »), qu'il détient intégralement, se sont irrévocablement et solidairement engagés à apporter à l'Offre l'intégralité des actions et des BSA de la Société qu'ils détiennent (ci-après, « **l'Engagement d'apport** »), soit respectivement 288.717 actions et 288.717 BSA.

En outre, le Dirigeant et la société Luna Invest se sont irrévocablement engagés, jusqu'à l'ouverture de l'Offre ou jusqu'au 5 décembre 2020 si cette Offre n'est pas déposée à ne pas :

- acquérir de titres de la Société ;
- transférer les actions objet de l'Engagement d'apport autrement qu'à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ;
- directement ou indirectement solliciter, encourager ou faciliter, de quelque manière que ce soit, la présentation d'offre ou de transaction alternative à l'Offre ou susceptible de la faire échouer, et plus généralement, à ne pas tenter de différer ou empêcher le succès de l'Offre ;
- entraver ou empêcher, directement ou indirectement, et de quelque manière que ce soit, la réalisation de l'Offre, et à réitérer, le cas échéant, l'engagement d'apport pour les besoins de la réalisation de l'opération envisagée.

Enfin, le Dirigeant et la société Luna Invest se sont engagés à reverser à l'Initiateur une fraction de la différence positive, nette d'impôts et de prélèvements sociaux, entre (i) le prix d'une offre concurrente ou d'une surenchère de l'Initiateur et (ii) le Prix d'Offre (tel que défini au § 1.3).

1.2.2 Le term Sheet

Le 25 septembre 2020, le Dirigeant, Luna Invest et l'Initiateur ont conclu un *term sheet* (ci-après, le « **Term Sheet** ») dont les principaux points, exposés au paragraphe 1.4.2 de projet de note d'information, sont les suivants.

En premier lieu, le Dirigeant a pris l'engagement de continuer à exercer ses fonctions de directeur général jusqu'au 30 avril 2024, dans des conditions comparables à celles actuellement en vigueur, y compris en matière de rémunération (cf. aussi le paragraphe 1.2.4).

En deuxième lieu, le Dirigeant a souscrit à un engagement de non-concurrence et de non-sollicitation d'une durée de 24 mois en cas de départ (cf. aussi le paragraphe 1.2.4).

En troisième lieu, l'Initiateur s'est engagé à voter en faveur d'un plan d'actions gratuites de performance portant sur un nombre maximum de 210.000 nouvelles actions gratuites (ci-après, les « **Actions Gratuites Nouvelles** »). Ce plan courant jusqu'au 31 décembre 2023 prévoit trois tranches d'actions gratuites dont le déclenchement est lié à l'atteinte d'objectifs concernant le nombre de clients aux offres électricité et de gaz.

En dernier lieu, l'Initiateur et le Dirigeant se sont engagés à mettre en place un mécanisme de liquidité, basé sur l'échange de promesses de vente et d'achat, portant sur les Actions Gratuites Nouvelles, les Actions Gratuites Existantes (telles que définies au paragraphe 1.3) et tout autre

titre émis par la Société que le Dirigeant viendrait à détenir, exerçables durant des fenêtres définies sur les exercices 2024 et 2025.

Ces promesses seront exerçables sur la base d'un prix égal à (i) la différence entre (x) un montant calculé sur la base d'un multiple de 12 fois l'EBITDA et (y) la dette financière nette (ii) rapportée au nombre d'actions de la Société existant à la date de calcul.

1.2.3 Le protocole d'accord

Le 12 novembre 2020, le Dirigeant, Luna Invest et l'Initiateur, en présence de MINT, ont conclu un protocole d'accord (ci-après, le « **Protocole d'accord** ») dont l'objet consiste à régler le transfert de titres de la Société qu'ils détiennent, reprenant en cela les principales clauses du Term Sheet dans ce domaine.

1.2.4 La convention de mandat

Le 12 novembre 2020, le Dirigeant et MINT ont conclu une convention de mandat (ci-après, la « **Convention de mandat** ») qui définit :

- le niveau de rémunération et les avantages attachés à l'exercice de son mandat, qui demeurent comparables à ceux actuellement en vigueur ;
- les clauses d'exclusivité, de non-concurrence et de non-sollicitation auxquelles le Dirigeant sera soumis.

La Convention de mandat indique que la contrepartie financière de ces clauses mises à la charge du Dirigeant est suffisamment constituée par la perception du prix afférent à la cession des actions et BSA MINT détenus par Luna Invest dans le cadre de l'Offre et la mise en place du plan d'attribution d'Actions Gratuites Nouvelles.

1.3 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de Mercure Energie.

L'Initiateur s'engage à acquérir la totalité :

- des actions de la Société au prix de 10,0€ (ci-après, le « **Prix d'Offre Actions** ») ;
- des BSA de la Société au prix de 0,54€ (ci-après, le « **Prix d'Offre BSA**¹ »).

L'Offre porte sur la totalité des actions MINT existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, et susceptibles d'être créées par conversion des BSA à l'exclusion :

- des 23.956 actions auto-détenues par la Société, lesquelles ne devraient pas être apportées à l'Offre par la Société, selon le projet de note d'information ;

¹ Le Prix d'Offre Actions et le Prix d'Offre BSA sont désignés conjointement sous le terme de **Prix d'Offre**.

- des 50.000 actions gratuites attribuées par le conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020 (ci-après, les « **Actions Gratuites Existantes** ») et non définitivement acquises (et donc non encore créées).

Par ailleurs, l'Offre porte sur la totalité des 4.641.072 BSA émis par la Société, à l'exclusion des 23.956 BSA auto-détenus par la Société.

1.4 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.2.3.3 du projet de note d'information que :

« EODEN, historiquement active dans la production d'énergie renouvelable, souhaite se développer dans la fourniture d'électricité dite « verte » de manière à favoriser l'adoption de la transition énergétique par les différents acteurs de la filière. A ce titre, le positionnement de MINT, fournisseur d'électricité verte à bas prix est aligné avec la vision d'EODEN, actionnaire unique de Mercure Energie, l'Initiateur.

Les évolutions du marché, tant en matière d'approvisionnement d'électricité (évolution future du mécanisme de l'Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique (Arenh), approvisionnement sans intermédiaire auprès des producteurs d'énergie renouvelable, volatilité des prix d'achat en bourse...), que de fourniture d'électricité (compétition renforcée des acteurs alternatifs, positionnement des acteurs historiques sur le segment de l'électricité verte,...), imposent à MINT de s'adosser à un actionnaire de contrôle lui permettant de disposer des moyens nécessaires à ces évolutions.

La présence d'un actionnaire stable avec une vision de long terme permettra également à MINT d'effectuer les investissements nécessaires à l'accélération de l'acquisition client lui permettant de devenir à terme un des premiers acteurs indépendants du marché de la fourniture d'électricité aux particuliers ».

1.5 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit au paragraphe 1.2.4 du projet de note d'information les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir dont les principales sont les suivantes :

- « en collaboration avec le Président Directeur Général de la Société [...] poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de maintenir le développement de ses activités dans le secteur de l'énergie » ;
- faire évoluer la gouvernance de la Société « postérieurement à la clôture de l'Offre afin de refléter sa nouvelle structure actionnariale » ;
- ne pas « modifier la politique de distribution de dividendes la Société, à savoir celle de ne pas distribuer de dividendes » ;

Toutefois, « l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société, en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société, étant précisé que toute modification de la politique de distribution de dividendes se fera conformément aux lois et aux statuts de la Société ».

- ne pas envisager de générer de synergie, « à l'exception de l'économie des coûts liés à la cotation dans le cas où une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les conditions sont réunies » ;
- ne pas envisager de fusionner avec la Société ;

Toutefois, « l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités, ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute réorganisation de la Société ». L'Initiateur précise que « aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée ».

- dans le cas où les conditions seraient réunies, « déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, visant les actions et les BSA de la Société qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ».

1.6 Présentation des intentions exprimées par les actionnaires de la Société

Il est rappelé (cf. paragraphe 1.2.1) que M. Zourray et la société Luna Invest, qu'il détient intégralement, se sont engagés irrévocablement et solidairement à apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent, soit 288.717 actions, et l'intégralité des BSA de la Société qu'ils détiennent, soit 288.717 BSA.

1.7 Financement de l'Offre

L'Initiateur indique au paragraphe 2.13 du projet de note d'information financer l'Offre intégralement sur ses fonds propres.

2. Présentation de MINT et de ses marchés

MINT a entamé à partir de 2017 une transformation de son activité en se positionnant sur le marché résidentiel de la fourniture d'électricité, qui offrent des opportunités de développement aux fournisseurs alternatifs (2.1), tout en présentant l'inconvénient de disposer de peu de barrières à l'entrée (2.2).

Cette transformation mise en œuvre à partir d'une offre verte et low cost (2.3) lui a permis d'enregistrer une forte croissance de son activité mais des résultats volatils (2.4) tout en affichant une forte génération de liquidités (2.5).

A long terme, le défi du modèle économique de MINT consiste à allier poursuite de la croissance et maintien d'un niveau de rentabilité satisfaisant (2.6).

2.1 Un marché résidentiel de la fourniture d'électricité offrant des opportunités de développement aux fournisseurs alternatifs...

Le marché de l'électricité a entamé sa libéralisation à partir de 1996 sous l'impulsion de trois directives européennes visant à créer un marché intérieur de l'énergie capable de contribuer à la fois à la sécurité d'approvisionnement de l'Union Européenne, à la compétitivité de son économie et à son développement durable.

La loi n°2006-1537 du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie a marqué une étape importante en ce qu'elle a permis, à partir du 1^{er} juillet 2007, aux clients particuliers de choisir librement leur fournisseur d'électricité et de gaz naturel.

Les consommateurs dont la puissance souscrite est inférieure ou égale à 36 kVA peuvent ainsi résilier leur contrat ou changer d'offre ou de fournisseur à tout moment, sans frais, et sans coupure de fourniture.

Ensuite, la loi n°2010-1488 du 7 décembre 2010 portant nouvelle organisation du marché de l'électricité (ci-après, la « **loi NOME** ») a représenté un nouveau jalon important pour le développement de la concurrence en introduisant deux évolutions fondamentales :

- Le dispositif ARENH qui permet, depuis le 1^{er} juillet 2011 et pour une durée de 15 ans, aux fournisseurs alternatifs d'accéder à un prix régulé de l'électricité produite par les centrales nucléaires historiques d'EDF à un prix qui s'élève, depuis le 1^{er} janvier 2012, à 42€ / MWh. Ce montant inclut la livraison des garanties de capacité associées, depuis le démarrage de ce mécanisme de capacité au 1^{er} janvier 2017.
- La modification des modalités de calcul des Tarifs Réglementés de Vente de l'Electricité (ci-après, **TRVE** »), à partir du 1^{er} janvier 2016, sur la base d'une méthode « d'empilement des coûts » reflétant les contraintes d'approvisionnement des fournisseurs alternatifs, en additionnant le coût d'approvisionnement à l'ARENH, le coût du complément d'approvisionnement sur les marchés, les coûts de transport et de distribution et les coûts de commercialisation d'EDF.

La Commission de Régulation de l'Energie (ci-après, « **CRE** ») précise ainsi que « *la tarification par empilement vise à garantir la contestabilité des TRVE, qui se définit*

comme la faculté pour un opérateur concurrent d'EDF présent ou entrant sur le marché de la fourniture d'électricité de proposer, sur ce marché, des offres à prix égaux ou inférieurs aux tarifs réglementés »².

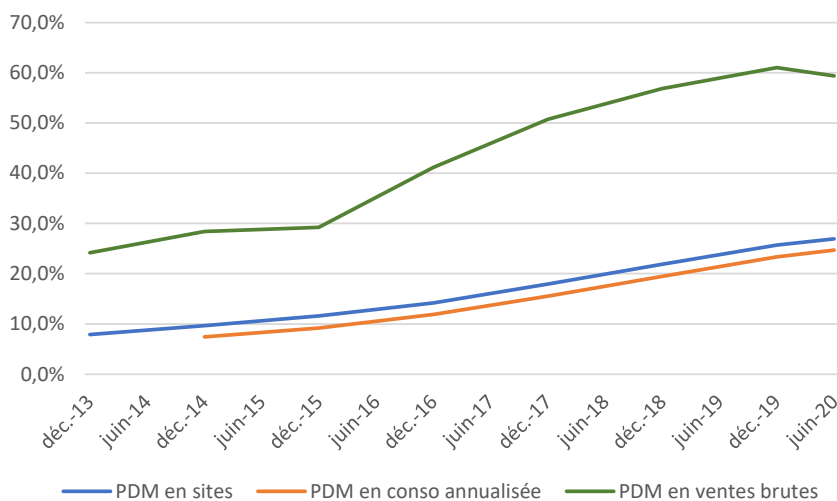
Parallèlement, l'accès au TRVE a été progressivement restreint. Depuis le 1^{er} juillet 2016, seuls les consommateurs souscrivant une puissance inférieure ou égale à 36 kVA peuvent en bénéficier. A partir du 1^{er} janvier 2021, les consommateurs non domestiques employant plus de 10 personnes ou dont les agrégats financiers sont supérieurs à certains seuils ne pourront plus y souscrire.

Prises globalement, ces dispositions ont :

- introduit une grande fluidité sur le marché en autorisant les consommateurs à changer facilement de fournisseurs d'électricité ;
- permis aux fournisseurs alternatifs de disposer d'un espace pour concurrencer les opérateurs historiques grâce à un tarif réglementé reflétant de manière réaliste leurs coûts et à un mécanisme d'approvisionnement compétitif au travers de l'ARENH.

La figure 2 illustre l'impact de l'ensemble de ces évolutions sur la part de marché des fournisseurs d'électricité alternatifs dans le nombre total de sites, la consommation annualisée et les ventes brutes sur le marché résidentiel³.

Figure 2. Evolution des parts de marché des fournisseurs alternatifs sur le marché résidentiel entre décembre 2013 et juin 2020



Source des données : observatoire des marchés de détail de l'électricité et du gaz naturel de la CRE

² Source : Délibération n°2019-139 de la CRE citant l'ordonnance du 7 janvier 2015 n°386076 du juge des référés du Conseil d'Etat.

³ Nous nous limitons ici à l'analyse du marché résidentiel de fourniture d'électricité car il s'agit de celui où MINT intervient pour l'essentiel.

⁴ Nous n'avons pas reproduit la part de marché des fournisseurs alternatifs dans la consommation annualisée d'électricité à fin décembre 2013 car cette donnée paraît incohérente par rapport à la chronique fournie par ailleurs dans l'observatoire des marchés de détail.

Dans un contexte où le marché résidentiel a été globalement stable en termes de consommation⁵, les fournisseurs alternatifs ont bénéficié d'une croissance régulière de leur part de marché, qu'on la mesure en nombre de sites ou sur la base de la consommation annualisée. Entre le 4^{ème} trimestre 2013 et le 2^{ème} trimestre 2020, leur part de marché en nombre de sites a ainsi plus que triplé de 7,9% à 26,9%.

La modification du mode de calcul du TRVE semble d'ailleurs avoir contribué à l'accélération de cette évolution car la part de marché des fournisseurs alternatifs dans les ventes brutes a doublé de 29,2% à 61,0% entre le 4^{ème} trimestre 2015 et le 4^{ème} trimestre 2020.

Malgré une légère inflexion au 1^{er} semestre 2020, qui peut s'expliquer par les effets du confinement, en termes de parts de marché dans les ventes brutes (de 61,0% à 59,4%) et de gains de part de marché dans le nombre total de sites (+1,2% au 1^{er} semestre 2020, soit +2,4% en rythme annualisé à comparer avec une moyenne de +3,8% entre 2017 et 2019), les fournisseurs alternatifs conservent une capacité importante de progression de leur activité sur le marché résidentiel.

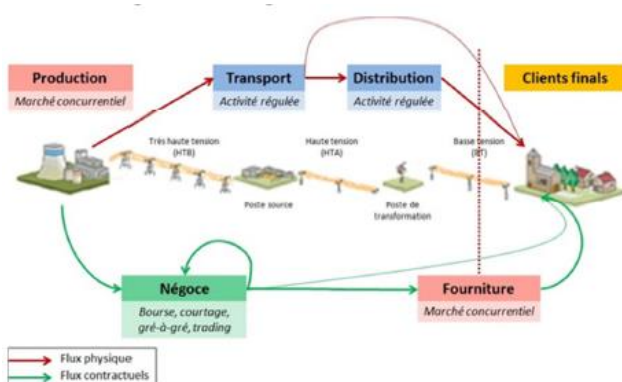
2.2 ...mais présentant des barrières à l'entrée limitées...

L'environnement favorable créée par l'évolution de la réglementation sur le marché de la fourniture d'électricité constitue paradoxalement le principal talon d'Achille des acteurs du secteur.

Si la réglementation a considérablement abaissé les barrières à l'entrée sur le segment de la fourniture d'électricité, ce qui a permis aux fournisseurs alternatifs de gagner d'importantes parts de marché, elle les expose également à une pression concurrentielle continue, susceptible de mettre en péril leurs marges.

Afin d'appréhender ce paradoxe apparent, il convient tout d'abord de présenter les différents segments du marché de l'électricité.

Figure 3. Segments du marché de l'électricité (source : Cour des comptes)



⁵ La consommation annualisée a progressé de 145,3 TWh au 4^{ème} trimestre 2014 à 150,0 TWh au 2^{ème} trimestre 2020, soit un taux de croissance annuel moyen de +0,5%. Cette progression limitée doit être, qui plus est, relativisée au regard du fait que la consommation annualisée a en fait juste évolué autour d'une moyenne de 151 TWh entre le 4^{ème} trimestre 2014 et le 2^{ème} trimestre 2020, avec un écart à la moyenne d'environ +/- 3%.

Le premier segment du marché de l'électricité est constitué des producteurs d'électricité qui exploitent des centrales nucléaires ou thermiques classiques (au fioul, au gaz naturel, au charbon) et des sources d'énergies renouvelables (centrales hydrauliques, éoliennes, panneaux photovoltaïques).

Le second segment est composé des réseaux de transport, qui constituent un monopole naturel régulé, qui répartit l'énergie sur l'ensemble du territoire.

Le segment suivant correspond aux réseaux de distribution, qui constituent également un monopole naturel régulé, qui apportent l'électricité des réseaux de transport jusqu'au site des consommateurs.

Le dernier segment est constitué des fournisseurs d'énergie qui sont chargés de la vente et de la gestion du contrat d'électricité après s'être approvisionné soit grâce à leur capacité de production propre, soit grâce au dispositif de l'ARENH, soit sur le marché.

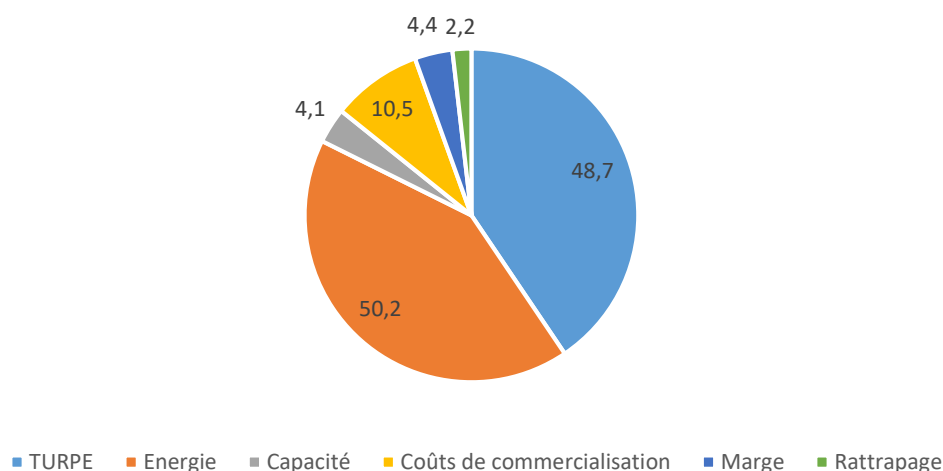
Les clients résidentiels peuvent bénéficier de deux types de contrat :

- Les contrats aux tarifs réglementés (TRVE) proposés uniquement par des fournisseurs historiques.
- Des contrats en offre de marché, proposés par les fournisseurs historiques et les fournisseurs alternatifs, souvent indexés sur le TRVE avec une remise.

La simple énonciation des nombreux acteurs contribuant à la fourniture de l'électricité au consommateur final permet de comprendre que les fournisseurs d'électricité n'appréhendent qu'une faible part de la facture payée par les consommateurs, surtout qu'ils constituent les acteurs les moins capitalistiques (cf. paragraphe 2.5).

Plus précisément, la figure 4 présente, à titre d'illustration, une décomposition de l'empilement des coûts pris en compte dans la formation du TRVE des clients résidentiels tarifés en heures pleines et heures creuses selon la délibération du 2 juillet 2020 de la CRE.

Figure 4. Empilement des coûts pris en compte dans le TRVE des clients résidentiels tarifés en heures pleines et heures creuses (en €/MWh hors taxes)



Source : Annexe 1 de la délibération du 2 juillet 2020 de la CRE

Dans l'exemple retenu ci-dessus, on observe que la part du TRVE destinée à couvrir les coûts propres et la marge des opérateurs alternatifs est limitée à 17,1 €/MWh HT, soit environ 14% des coûts retenus qui représentent au total 120,2 €/MWh HT⁶.

Cette enveloppe constitue l'essentielle⁷ de la marge de manœuvre dont les fournisseurs alternatifs disposent pour :

- proposer une remise de manière à présenter une offre plus compétitive que les fournisseurs historiques et conquérir des clients ;
- absorber ses propres charges de gestion de la relation commerciale ;
- générer une marge.

A cet égard, il convient de noter que dans un contexte où les clients peuvent changer à tout moment sans frais et sans coupure de courant leur fournisseur (cf. supra), les opérateurs alternatifs sont condamnés à :

- attirer des clients en leur offrant des décotes importantes par rapport au TRVE lors de la souscription de leur contrat ; et
- à maintenir une décote significative au-delà d'une certaine durée, sous peine que ceux-ci résilient leur abonnement pour profiter d'une remise initiale importante chez un concurrent.

On peut analyser cette pression sur les prix de vente des fournisseurs alternatifs en comparant le niveau de décote qu'ils offrent par rapport au TRVE.

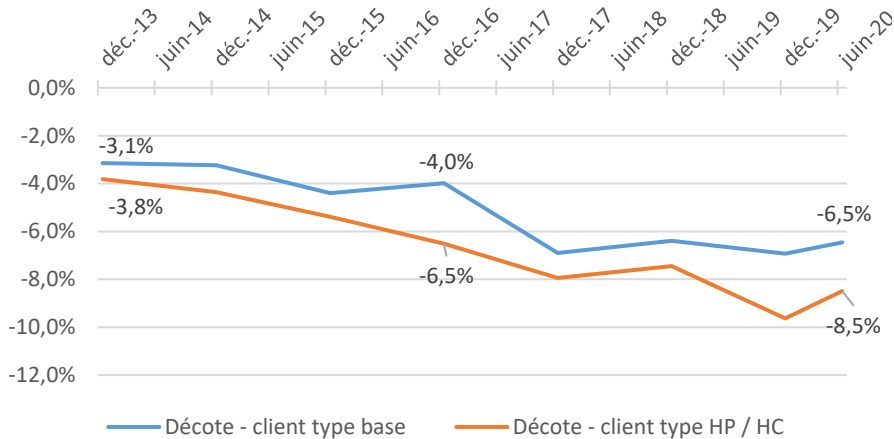
Plus précisément, la figure 5 présente la moyenne des décotes offertes par rapport au TRVE des trois offres à prix variable les plus intéressantes, selon l'observatoire des marchés de détail, pour un client dit « type base » et « type HP / HC »⁸.

⁶ Sauf à optimiser ses coûts d'approvisionnement et d'achat des garanties de capacité. Toutefois, l'optimisation de ces coûts d'achat ne paraît pas pouvoir constituer un avantage compétitif durable par rapport aux autres opérateurs alternatifs car (i) tous les opérateurs alternatifs sont confrontés aux mêmes contraintes d'approvisionnement et d'acquisition de garanties de capacité et (ii) la CRE tient compte du coût de l'ARENH et des prix observés sur le marché.

⁷ Pour accroître à long terme cette marge de manœuvre, un fournisseur devrait se fournir en électricité ou en garantie de capacité à un coût systématiquement inférieur à celui pris en compte par la CRE. Cette situation paraît peu vraisemblable car le calcul du TRVE vise à prendre en compte les coûts réels supportés par les fournisseurs dans ces domaines tandis qu'il paraît peu vraisemblable qu'un fournisseur alternatif dispose d'une taille suffisante pour disposer d'un pouvoir de négociation. A titre d'illustration, MINT disposait, à fin septembre 2020, d'environ 100.000 clients, ce qui correspond à environ 0,3% des sites résidentiels, dont la part dans la consommation totale d'électricité est de 36% (source : observatoire des marchés de détail du 2^{ème} trimestre 2020).

⁸ L'utilisation de deux profils de client type permet de comparer les offres tarifaires des opérateurs alternatifs et de l'offre de l'opérateur historique au TRVE selon deux grandes catégories de clients.

Figure 5. Evolution de la décote offerte par rapport au TRVE sur les offres à prix variable de « type base » et de type « HP / HC »



Source : Observatoire des marchés de détail de l'électricité et du gaz naturel

La figure 5 permet de mettre en évidence une tendance à l'accroissement de la décote offerte par les fournisseurs alternatifs, comprise entre 2,0% pour l'offre type HP / HC et de 2,5% pour l'offre type base, depuis que MINT est entrée sur le marché début 2017.

Peut-être plus significatif est le fait que l'observatoire des marchés de détail suit depuis quelques trimestres la décote accordée sur les offres vertes selon les deux mêmes types de profil. On constate alors qu'au deuxième trimestre 2020, la décote moyenne des trois offres les plus intéressantes recensées s'élevait à 14,4% pour l'offre type base et 18,0% pour l'offre type HP / HC. Sans qu'il ne soit possible de conclure à ce stade à propos d'un accroissement significatif durable des décotes offertes par les opérateurs alternatifs, ces statistiques montrent qu'il est tout à fait possible d'observer, au moins ponctuellement, une augmentation de la pression concurrentielle d'acteurs désireux d'accroître leur base de clients.

La conjonction de l'observation que seulement une faible part du TRVE est destinée à couvrir les coûts et la marge des opérateurs alternatifs et que ceux-ci doivent offrir une remise significative pour attirer et conserver leurs clients conduit à la double conclusion que :

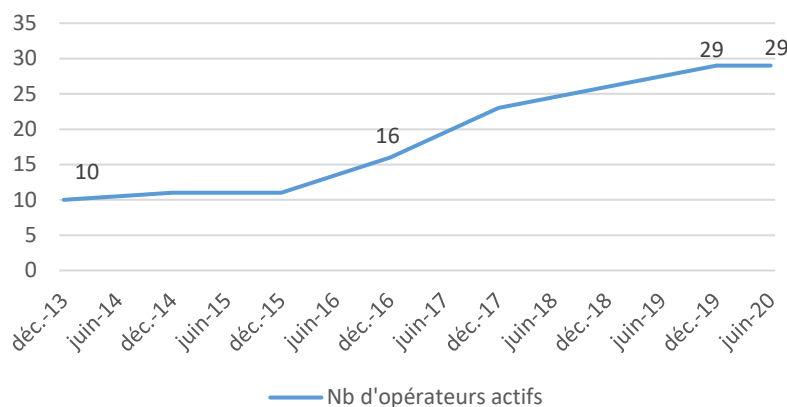
- **les opérateurs alternatifs doivent nécessairement fortement optimiser leur structure de coûts ;**
- **la marge que les opérateurs alternatifs sont susceptibles d'obtenir à long terme est nécessairement limitée.**

S'il en était besoin, deux éléments complémentaires viennent à notre avis illustrer la pression concurrentielle sur le segment de la fourniture d'électricité

Le premier est l'évolution du nombre de fournisseurs alternatifs actifs sur le segment résidentiel. Ce nombre est tout d'abord resté relativement stable à une dizaine jusqu'à fin 2015 avant de progresser à 16 fin 2016, sans doute du fait de l'évolution du mécanisme de fixation du TRVE, puis d'augmenter régulièrement jusqu'à 29 fin 2019 et de se stabiliser à ce niveau à la fin du 1^{er} semestre 2020.

Un secteur qui constate l'entrée régulière de nouveaux acteurs, jusqu'à en compter une trentaine, est un secteur où les barrières à l'entrée sont faibles.

Figure 6. Evolution du nombre de fournisseurs actifs d'électricité sur sites résidentiels



Source : Observatoire des marchés de détail de l'électricité et du gaz naturel

Le second résultat des motivations avancées par les consommateurs pour choisir un fournisseur. Manifestement, les opérateurs cherchent des sources de différenciation au-delà du prix, notamment en proposant une électricité d'origine verte. Toutefois, il y a lieu de s'interroger sur la possibilité qu'une telle différenciation offre une protection aux marges des fournisseurs car :

- l'observatoire des marchés de détail du 2^{ème} trimestre 2020 recensait, par exemple, pas moins de 38 offres vertes de type base⁹ ;
- nous avons déjà noté que la décote offerte sur ces offres vertes était supérieure à la décote observée sur les offres classiques ;
- selon le 14^{ème} baromètre du médiateur national de l'énergie, si 7 personnes sur 10 sont favorables à l'électricité verte, elles ne sont que 16% à être prêtes à souscrire à une telle offre si elle est plus chère que les autres.

Cette statistique rejoint les études effectuées par MINT auprès de ses clients qui montrent que le critère du prix est largement prépondérant pour expliquer leur souscription tandis que les clients ont majoritairement recours à des comparateurs de prix pour trouver un nouveau fournisseur.

2.3 ...sur lequel MINT a réussi sa reconversion grâce à la mise en place d'une offre verte et low cost...

MINT a été créée sous le nom de Telecom Data en 1999, a été renommée Budget Telecom en 2000, avant de prendre sa dénomination actuelle en 2019.

⁹ Le fait que le nombre d'offres est supérieur au nombre de fournisseurs actifs s'explique par le fait que certains fournisseurs proposent plusieurs offres.

MINT débute ses activités en tant que site web de comparaison d'offres de téléphonie, visant à réduire les factures des consommateurs. Elle devient un opérateur télécom alternatif à bas coûts, ayant lancé, au fur et à mesure de l'évolution de ce secteur, des cartes téléphoniques rechargeables, des forfaits ADSL, des forfaits Mobile...

L'entrée de Free sur le marché de la téléphonie mobile a bouleversé le modèle économique de MINT qui a alors cherché à réorienter ses activités dans le domaine de l'énergie.

Une première tentative, initiée à partir de fin 2013, consistant à commercialiser des offres de services (QINERGY et EFFINEO) échoue.

Finalement, MINT se lance courant 2017 dans la fourniture d'électricité avec une offre axée sur une électricité verte, des prix attractifs et une maîtrise de sa consommation en temps réel à l'aide d'une application mobile, qui remporte un fort succès.

Pour lancer et rentabiliser cette offre, MINT reproduit le schéma d'une plate-forme 100% digitale d'acquisition et de gestion de la relation clients qu'elle conjugue à une forte culture de maîtrise de ses coûts.

MINT réussit ainsi sa pénétration du marché de la fourniture d'électricité en comptant successivement 18.000, 50.000 puis 85.000 abonnés lors de la publication de son chiffre d'affaires 2017, 2018 et 2019. Finalement, MINT annonce avoir franchi le cap des 100.000 abonnés lors de l'annonce de ses résultats du 1^{er} semestre 2020.

MINT a d'ores et déjà engagé des actions pour accroître la monétisation de cette base d'abonnés en lui offrant de nouveaux services. Elle a ainsi lancé :

- MINT Solaire en 2019, une solution d'auto-consommation, c'est-à-dire de production d'énergie verte chez les particuliers grâce à l'installation de panneaux photovoltaïques sur le toit de maisons individuelles ;
- MINT Mobile en 2020, un service de téléphonie mobile avec des forfaits sans engagement.

La Société envisage également de lancer une offre dans le domaine du gaz.

2.4 ...lui permettant d'afficher une forte croissance de son activité mais des résultats très volatils...

L'analyse du compte de résultat de MINT entre 2015 et le 1^{er} semestre 2020 fait apparaître trois périodes d'inégales longueurs.

Figure 6. Compte de résultat de MINT entre 2015 et le 1^{er} semestre 2020

En k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2019 S1	2020 S1
Chiffre d'affaires	8 196	8 114	8 946	20 616	34 608	16 923	25 390
<i>Croissance</i>	<i>-15%</i>	<i>-1%</i>	<i>10%</i>	<i>130%</i>	<i>287%</i>	<i>85%</i>	<i>50%</i>
Reprise prov. / transfert charges	305	349	400	238	416	590	655
Autres produits d'exploitation	47	222	254	434	328	27	20
Achat de marchandises et var. de stock	131	62	47	13	52	31	22
Autres charges externes	8 176	5 789	7 823	21 021	32 357	16 354	21 694
Impôts et taxes	115	88	62	48	100	31	77
Charges de personnel	2 407	1 146	1 022	1 362	1 596	759	882
Dot° aux provisions	319	238	219	413	578	513	708
Autres produits et charges	213	178	137	108	249	26	40
EBITDA	-2 813	1 183	291	-1 677	418	-175	2 643
<i>En % du CA</i>	<i>-34,3%</i>	<i>14,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-8,1%</i>	<i>1,2%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>10,4%</i>
Dot° aux amortissements	388	300	354	413	352	191	117
Résultat d'exploitation	-3 201	883	-63	-2 089	66	-365	2 526
<i>En % du CA</i>	<i>-39,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>9,9%</i>

Source : états financiers de la Société

En premier lieu, l'année 2015 marque l'échec de la diversification vers les services énergétiques avec un résultat d'exploitation négatif à hauteur de -3,2 m€ pour un chiffre d'affaires en baisse de -15% à 8,2 m€.

En second lieu, l'année 2016 se caractérise par le retour du Dirigeant à la tête de l'entreprise. Il entreprend une rationalisation qui passe par l'abandon des activités les moins contributives et un encadrement strict des charges, qui se matérialise notamment par une réduction de l'effectif de 40 à 20 personnes. Ces actions se traduisent immédiatement dans les résultats qui deviennent positif à hauteur de +0,9m€ en exploitation.

En troisième lieu, l'année 2017 marque la reconversion de la Société dans le domaine de la fourniture d'électricité. La croissance enregistrée, d'abord modeste en 2017 (+10%), s'accélère en 2018 (+130%) et 2019 (+287%) et reste importante au premier semestre 2020 (+50%).

Les résultats d'exploitation enregistrés sont en revanche beaucoup plus volatils.

MINT retourne à un résultat d'exploitation négatif en 2017, du fait du déclin de la contribution des activités historiques de téléphonie et des investissements consentis pour accroître le parc de clients.

MINT enregistre un nouveau résultat d'exploitation négatif en 2018, dont l'importance (-2,1 m€ soit une marge de -10%) témoigne des risques d'être exposé à l'évolution des prix de marché de l'électricité.

L'approvisionnement de MINT n'étant que partiellement couvert par le dispositif de l'ARENH, elle doit s'approvisionner sur les marchés où les prix peuvent fortement varier en période de tension, l'électricité n'étant pas un bien stockable.

MINT met certes en œuvre des stratégies de couverture. Toutefois, celles-ci ne peuvent pas totalement l'immuniser des variations du marché. Il est en effet impossible de couvrir parfaitement la consommation de ses clients, qui varie notamment en fonction des conditions climatiques.

MINT retrouve un léger équilibre opérationnel en 2019 (résultat d'exploitation de 0,07 m€ soit une marge de 0,2%), grâce à l'augmentation des tarifs réglementés avec deux hausses consécutives en juin et août 2019, une optimisation des coûts d'approvisionnement et une meilleure absorption des coûts d'acquisition des clients au fur et à mesure de la croissance du parc.

MINT affiche enfin un résultat opérationnel excellent au 1^{er} semestre 2020 (résultat d'exploitation de 2,5 m€ correspondant à une marge d'environ 10%) porté par la poursuite des effets positifs observés durant l'exercice 2019 mais aussi par des conditions d'achat de l'électricité très favorable. Les prix de gros ont en effet fortement chuté sur le 1^{er} semestre du fait d'une part de températures favorables au 1^{er} trimestre et d'autre part de la chute de la demande des gros consommateurs non résidentiels en lien avec la crise sanitaire.

Globalement, depuis son arrivée sur le marché de la fourniture d'électricité, MINT a enregistré une **marge moyenne d'EBITDA et d'EBIT respectivement de +1,7% et -0,2%**.

2.5 ...tout en étant en mesure de générer une importante trésorerie

Le modèle économique de MINT présente la particularité que ses capitaux employés sont structurellement négatifs. Cela était vrai lorsque ses activités étaient exercées de manière prédominante dans le domaine de la téléphonie (2015 / 2017), cela est toujours le cas maintenant qu'elles le sont dans la fourniture d'électricité (2018 / 2020 S1).

Figure 7. Bilan économique de MINT entre 2015 et le 1^{er} semestre 2020 (hors retraitement des taxes locales)

En k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020 S1
Immobilisations d'exploitation	737	555	634	733	1 927	1 920
<i>En % du CA</i>	9,0%	6,8%	7,1%	3,6%	5,6%	7,6%
Besoin en fonds de roulement	-2 350	-1 119	-1 813	-5 413	-8 287	-7 294
<i>En % du CA</i>	-28,7%	-13,8%	-20,3%	-26,3%	-23,9%	-28,7%
Capitaux employés	-1 613	-565	-1 179	-4 680	-6 359	-5 374
<i>En % du CA</i>	-19,7%	-7,0%	-13,2%	-22,7%	-18,4%	-21,2%
Fonds commercial	1 895	1 695	1 372	1 118	868	868
Charges à répartir	0	0	89	12	0	0
Autres participations et titres	8	0	0	66	105	144
Actif économique	291	1 130	282	-3 484	-5 386	-4 362
Capitaux propres	455	1 483	2 899	2 301	5 674	8 045
Dette financière nette	-164	-353	-2 616	-5 785	-11 060	-12 407
Capital financier	291	1 130	282	-3 484	-5 386	-4 362

Source : états financiers de la Société

D'une part, ses immobilisations d'exploitation sont limitées, ce qui reflète un modèle basé sur la gestion de la relation commerciale, via des moyens digitaux, sans posséder d'infrastructures de production. Ces immobilisations se composent des frais de développement des systèmes d'information qui sont activés et des dépôts de garantie constitués dans le cadre de ses activités d'approvisionnement.

D'autre part, son besoin en fonds de roulement (BFR) constitue structurellement une ressource. Le besoin généré par la différence entre les délais de règlement accordés aux clients et les délais de règlement obtenus par les fournisseurs est plus que compensé par la collecte d'un montant important de taxes.

Le niveau du BFR comptable de MINT doit être toutefois envisagé avec une certaine prudence car il inclut ponctuellement un montant significatif de dettes liées à la perception de taxes locales (5,1 m€) que MINT devra reverser, comme nous le détaillons plus amplement au paragraphe 3.3.

2.6 En synthèse, MINT dispose d'un modèle économique lui permettant d'envisager une forte croissance mais dont l'enjeu est d'obtenir sur le long terme un niveau de marge satisfaisant

MINT a démontré au cours des dernières années qu'elle avait identifié un marché en croissance, la fourniture d'électricité à une clientèle résidentielle par des opérateurs alternatifs, où elle pouvait redéployer avec succès les savoir-faire qu'elle avait acquis dans la gestion d'offres de téléphonie : construction d'une offre low-cost sur la base d'un positionnement marketing pertinent, déploiement d'une politique d'acquisition digitale efficace et mise en place d'un service client reconnu.

Elle a ainsi réussi à développer un parc de plus de 100.000 clients, toujours en forte croissance, à qui elle peut également envisager d'offrir d'autres services, comme dans la téléphonie mobile et le gaz.

MINT reste toutefois confrontée à un important défi consistant à afficher une marge durablement positive. Il s'agit d'un défi car la fourniture d'électricité reste une commodité où le principal argument demeure le prix. Ainsi, depuis la refonte des tarifs régulés en 2016, le nombre de fournisseurs alternatifs a presque doublé, tandis que le niveau des remises offertes aux clients a progressé.

La création d'un positionnement différencié pour s'immuniser contre une possible guerre des prix n'est pas chose aisée.

Offrir une électricité d'origine verte est à la portée de nombreux fournisseurs alternatifs, comme en témoigne le nombre d'offres recensées par le site de référence énergie-info. Et le développement de ce type d'offre favorise surtout les producteurs qui peuvent céder leurs certificats de garantie d'origine.

Proposer, par exemple, des applications de suivi de la consommation requiert également des investissements informatiques limités et constitue donc une stratégie répliquable par les concurrents.

Les deux exemples précédents illustrent que, dans un contexte fortement concurrentiel, l'amélioration de la proposition de valeur bénéficie au client, tandis que les fournisseurs voient leurs coûts augmentés, tant que leur rentabilité n'est pas compromise ou que le marché ne s'est pas rééquilibré par la sortie des acteurs les plus faibles financièrement et les moins bien gérés.

Une autre possibilité de différenciation consistant à mettre en œuvre une stratégie de construction d'une marque nécessite du temps et d'importants investissements, qui vont bien au-delà de ceux requis par une politique d'acquisition de clients en optimisant ses coûts, par la mise en œuvre de moyens digitaux, sans qu'il ne soit démontré, d'ailleurs, que les clients seraient prêts à payer la prime de prix justifiant ces investissements.

Lorsqu'il s'avère difficile sur un marché de créer un avantage compétitif durable notamment faute de barrières à l'entrée et parce que les clients ne supportent pas de frais de changement de fournisseurs (ou « switching costs »), l'efficacité opérationnelle devient primordiale¹⁰.

A cet égard, MINT a démontré au cours de son histoire qu'elle disposait d'un important savoir-faire dans ce domaine, qui pourrait lui permettre de se démarquer de ses nombreux concurrents.

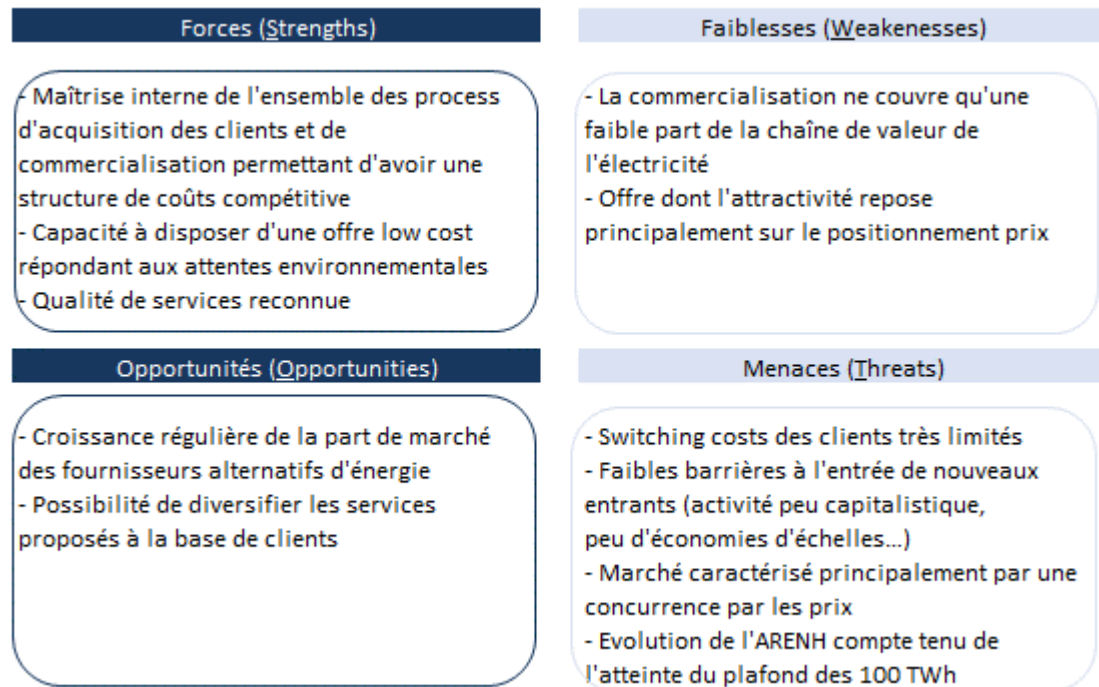
La question fondamentale de l'évaluation de MINT réside donc dans l'estimation du niveau de marge qu'elle sera en mesure d'obtenir :

- dans un contexte où son histoire ne peut constituer un guide pour l'avenir, les résultats qu'elle a obtenus depuis son lancement dans la fourniture d'électricité ayant été marqués par les investissements réalisés pour développer sa base de client et affectés par la volatilité des prix d'approvisionnement sur le marché ;
- **dans un environnement fortement concurrentiel, où l'obtention d'une marge même limitée crée de la valeur car le montant des capitaux employés est structurellement négatif.**

La figure suivante synthétise notre analyse des forces et faiblesses ainsi que des menaces et opportunités relatifs à MINT :

¹⁰ Voir, Greenwald, B., Kahn, J., Competition Demystified, 2005, chapitre 1.

Figure 8. Analyse SWOT de MINT



3. Données structurant l'évaluation de MINT

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action et des BSA MINT a été réalisée à la date du **6 novembre 2020**.

Les dates de référence retenues dans ce rapport pour les cours de bourse de la Société correspondent :

- au 25 septembre 2020, pour l'analyse du cours de bourse avant l'annonce du projet d'Offre ;
- au 6 novembre 2020, pour l'analyse du cours de bourse après l'annonce du projet d'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions MINT retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 5.721.040.

Il correspond au nombre de titres formant le capital de MINT à la date du présent rapport d'où nous avons (i) déduit les actions auto-détenues et (ii) ajouté le nombre de titres susceptibles d'être créés dans le cadre du plan d'attribution d'actions gratuites arrêté par le conseil d'administration de la Société en date du 3 juillet 2020.

Figure 9. Détail du nombre d'actions retenu

Capital	5 694 996
Auto-détention	(23 956)
Actions gratuites	50 000
Nombre d'actions retenu	5 721 040

La dilution potentielle liée aux Actions Gratuites Nouvelles n'a pas été prise en compte, bien que la réalisation des hypothèses du plan d'affaires (cf. paragraphe 4.3.2) suppose l'attribution d'une partie de celles-ci, ce qui constitue donc une hypothèse favorable à l'évaluation des actions MINT.

La dilution potentielle liée aux BSA a été intégrée dans nos travaux en déduisant de la valeur d'entreprise leur valeur déterminée à partir de la méthode de Black & Scholes, selon des modalités identiques à celles exposées au paragraphe 5. Cette approche conduit à une boucle itérative dans laquelle la valeur par action obtenue dans la méthode des flux de trésorerie d'exploitation futurs (ci-après, « DCF ») devient la valeur du sous-jacent dans le modèle de Black & Scholes, dont le résultat sert en retour à déterminer la valeur des actions à partir de la valeur d'entreprise.

Cette approche permet de valoriser les actions et les BSA MINT sur la base de données homogènes.

Il convient d'observer que nous n'avons pas retenu la méthode dite des « treasury shares », qui consiste à ajouter d'une part la trésorerie liée à l'exercice des BSA dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres et d'autre part les actions créées par l'exercice des BSA dans le nombre d'action retenu, car elle conduit à valoriser les BSA sur la base de leur seule valeur intrinsèque. Une telle méthode conduit donc à sous-

valoriser les BSA et survaloriser les actions lorsque la dilution potentielle liée aux BSA est importante, ce qui est le cas en l'espèce.

3.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Nous avons retenu un ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux qui s'élève à +7.321 k€¹¹ sur la base des données comptables de la Société au 30 juin 2020. Il intègre les éléments suivants :

- (+) la trésorerie d'un montant de 12.724 k€ ;
- (+) la trésorerie générée par l'exercice de BSA depuis le 30 juin 2020, soit 17 k€ ;
- (-) les emprunts et dettes financières diverses qui s'élèvent à 317 k€ ;
- (-) la part des taxes locales considérées comme une dette car leur date d'échéance est supérieure à 45 jours, délai considéré comme normatif, pour un montant de 5.103 k€.

A propos des taxes locales, il est utile de préciser qu'il s'agit des taxes sur la consommation finale d'électricité (TCFE) prélevées par les communes et les départements. Ces taxes doivent être réclamées par chaque collectivité concernée auprès de la Société, qui dispose alors d'un délai de règlement de 45 jours. Compte tenu du caractère récent de l'activité de MINT et du fort développement de son parc client, de nombreuses collectivités locales n'ont pas encore réclamé le paiement de ces taxes à MINT, qui représente une dette à son bilan.

A notre avis, ces dettes doivent être considérées comme des dettes financières, et non comme un élément venant structurellement minorer son BFR, car elles trouvent leur origine dans un décalage de paiement temporaire, et non structurel, qui a vocation à définitivement se résorber.

Le seul avantage que MINT est susceptible de tirer du décalage du paiement de ces taxes correspond alors aux produits financiers du placement de la trésorerie correspondante, qui apparaît négligeable dans l'environnement actuel de taux d'intérêt à court terme négatif.

Enfin, nous précisons que la valeur des économies d'impôts liées aux déficits reportables dont MINT disposait au 31 décembre 2019 a été prise en compte directement dans notre calcul de la valeur d'entreprise.

¹¹ Cet ajustement conduit à ce que la valeur des titres s'avère supérieure à la valeur d'entreprise.

4. Éléments d'appréciation du Prix d'Offre Actions

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées pour l'appréciation du Prix d'Offre Actions (4.1), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues (4.2 à 4.4) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4-5).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes et références suivantes :

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, l'actif net comptable au 30 juin 2020 de MINT s'établit à 7,901 m€ (hors valeur des titres auto-détenus), soit 1,39€ par action, sur la base d'un nombre d'actions non dilué, mais hors auto-détention) de 5.668.602 actions. Sur la base d'un nombre d'actions dilué hors auto-contrôle de 6.490.558 actions, l'actif net comptable s'élève à 13,135 m€¹², soit 2,02€ par action.

4.1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Selon la base de données Bloomberg, le titre MINT n'est suivi que par un seul analyste, GreenSome Finance, qui a initié la couverture du titre le 5 mars 2018 et le suit depuis régulièrement, publiant une note après chaque communication financière de la Société.

GreenSome Finance avait fortement relevé son objectif de cours à 10,87€ (+56%) le 31 juillet 2020 à la suite de la publication du chiffre d'affaires semestriel de MINT et l'a maintenu à ce niveau après l'annonce des résultats semestriels et de l'Offre, en l'accompagnant d'un avis neutre.

L'intérêt de la référence aux objectifs de cours des analystes réside dans l'agrégation de l'opinion de plusieurs professionnels suivant régulièrement une valeur, l'agrégation de différentes opinions ayant pour objectif de mitiger les biais susceptibles d'apparaître dans chaque opinion individuelle¹³.

¹² Soit l'actif net comptable au 30 juin 2020 de 8,045 m€ minoré de la valeur nette comptable de l'auto-contrôle (144 k€) et majoré du produit de l'exercice des BSA (5.234 k€).

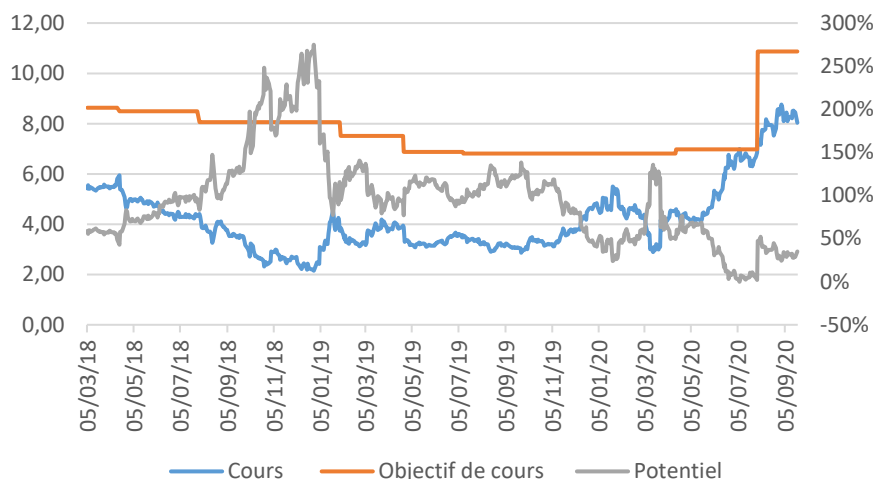
¹³ Il convient de relever que le seul fait d'agréger l'ensemble des opinions exprimées par les analystes sur un titre n'est pas nécessairement suffisant pour obtenir un objectif de cours purgé de tout biais, notamment le principal d'entre eux, celui d'optimisme. Voir récemment sur ce sujet : Guo, L., Li,

C'est pourquoi, la pertinence de la référence à un seul objectif de cours pour apprécier le prix d'une offre paraît par nature limitée.

Au cas d'espèce, nous relevons, par ailleurs, les éléments suivants :

- 1/ Les prévisions retenues par l'analyste apparaissent très éloignées de celles du plan d'affaires (cf. paragraphe 4.3.2) tant au niveau du rythme de croissance attendu, qui est sous-estimé, que du niveau de rentabilité que le modèle de MINT est susceptible de générer, qui est très surestimé.
- 2/ L'objectif de cours fixé par l'analyste s'est toujours avéré très supérieur au cours de bourse de l'action MINT. Lors de l'initiation de couverture, l'objectif de 8,63€ faisait apparaître un potentiel d'appréciation de l'action de +59%. Par la suite, ce potentiel, calculé au jour de la publication des notes de l'analyste, s'est inscrit dans une fourchette comprise entre +40% et +139%, comme l'illustre la figure 10.

Figure 10. Comparaison de l'objectif de cours de l'action MINT et de son cours



Sources des données : Bloomberg, analyse : DKEC

- 3/ A cet égard, le dernier relèvement de l'objectif de cours intervenu le 31 juillet 2020 de 6,85€ à 10,87€ (soit +56%) apparaît en décalage avec la hausse des prévisions à moyen terme (prévisions de résultat d'exploitation 2021 et 2022 relevées respectivement de +11% et +4%).
- 4/ La forte progression des prévisions de résultat d'exploitation 2021 (de 3,25 m€ à 4,35 m€) et 2022 (de 3,92 m€ à 5,08 m€) dans la dernière note du 28 septembre 2020, qui pourrait rétrospectivement corroborer l'évolution de l'objectif de cours de la note du 31 juillet 2020, s'explique pour l'essentiel par la disparition de toute prise en compte de la ligne dotation¹⁴ ».

F.W., Wei, K.C.J, Security Analysts and Capital Market Anomalies, Journal of Financial Economics, 2020, vol. 137 n°1 ou Engelberg, J., McLean, R.D., Pontiff, J., Analysts and anomalies, Journal of Accounting and Economics, 2020, vol. 69 n°1.

¹⁴ Nous présumons qu'il s'agit de dotations aux provisions des clients douteux qui représentent pourtant un poste de charge significatif pour MINT et qui est renseigné dans les données historiques.

Au regard de l'ensemble de ces éléments, la référence aux objectifs de cours des analystes n'a pas été considérée pertinente au cas d'espèce.

4.1.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme. Elle n'a pas été retenue, de ce fait, dans le cas présent.

4.1.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution.

MINT ne dispose pas, depuis plusieurs années, de politique de distribution de dividendes.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

4.1.5 Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

Pour constituer un échantillon de sociétés cotées comparables à MINT, il serait nécessaire d'identifier des sociétés disposant des caractéristiques suivantes : être de manière prépondérante un fournisseur d'électricité, disposer de fortes perspectives de croissance et être situé dans un environnement réglementaire et concurrentiel relativement similaire à celui existant en France.

Il existe en Europe de nombreuses sociétés intervenant sur un ou plusieurs segments du marché de l'électricité voire disposant de multiples activités incluant certaines activités dans le domaine de l'électricité.

Aucune de ces sociétés ne dispose cependant des caractéristiques que nous avons identifiées comme nécessaires pour mettre en œuvre de manière pertinente la méthode des comparables boursiers.

C'est pourquoi la méthode des comparables boursiers n'a pas été retenue.

4.1.6 Méthode des transactions comparables

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe précédent), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

La pertinence de cette méthode nécessite de disposer d'informations fiables et précises concernant les sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Les transactions retenues impliquant souvent des sociétés non cotées, la qualité de l'information publique est fréquemment limitée.

Au cas d'espèce, les problèmes d'identification évoqués au paragraphe précédent sont renforcés par la difficulté de disposer d'informations fiables sur les transactions.

C'est pourquoi la méthode des transactions comparables n'a pas non plus été retenue.

4.2 Référence au cours de bourse – à titre principal

4-2-1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique.

Deux conditions se dégagent pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être liquide, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût¹⁵. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé.

En second lieu, les opinions favorables et défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes¹⁶. Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou

¹⁵ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

¹⁶ Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, Journal of Finance, 1977, vol. 32 n°4.

marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels¹⁷ et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage¹⁸.

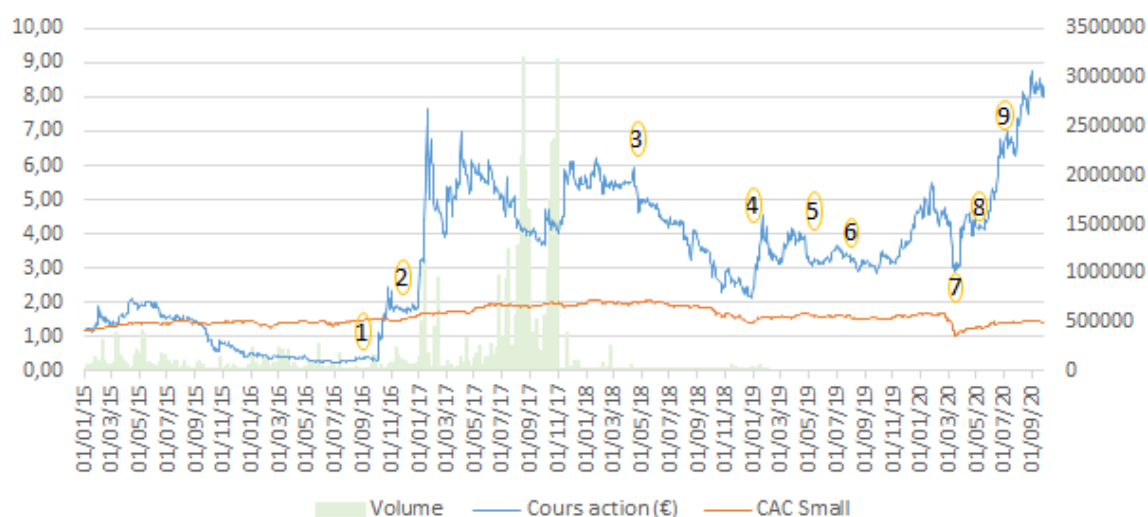
4-2-2 Analyse du cours de bourse

a) Analyse de l'évolution du cours de l'action MINT avant la date d'annonce de l'Offre

Les actions de la Société sont cotées sur Euronext Growth.

La figure suivante présente l'évolution de son cours entre le 2 janvier 2015 et le 25 septembre 2020, comparée à l'indice CAC Small.

Figure 11. Evolution du cours de l'action MINT comparée au CAC Small entre le 2 janvier 2015 et le 25 septembre 2020¹⁹



Date	Annonces
1	05/10/16 Résultats semestriels 2016 - retour aux bénéfices
2	10/01/17 Lancement de la nouvelle offre de service énergétique
3	16/04/18 Résultats annuels 2017 - retour aux pertes
4	31/01/19 Chiffre d'affaires 2018 en forte croissance
5	25/04/19 Résultats annuels 2018 - fortes pertes
6	09/07/19 Annonce d'un placement privé
7	01/03/20 Réaction des marchés au confinement / épidémie Covid-19
8	15/04/20 Résultats annuels 2019 - retour à l'équilibre d'exploitation
9	30/07/20 Chiffre d'affaires semestriel 2020 et annonce de marges élevées

¹⁷ Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

¹⁸ Plus la volatilité est forte plus il existe un risque important pour l'arbitrageur que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, Annual Review of Financial Economics, 2010.

¹⁹ Source des données : Bloomberg.

L'analyse du cours de l'action MINT sur longue période fait apparaître qu'il a connu une forte volatilité, qui trouve son origine dans les résultats tangibles obtenus dans l'évolution de son modèle économique vers la fourniture d'électricité mais également dans les fluctuations du sentiment des investisseurs à l'égard du succès de cette évolution.

Tout d'abord, après avoir enregistré une forte hausse de son cours vers 2,0€ au début de l'année 2015, le titre MINT a entamé à partir du mois de juin 2015, soit plusieurs semaines après l'annonce de mauvais résultats au titre de l'année 2014 et en l'absence d'informations spécifiques concernant la Société, une forte chute de son titre vers un premier pallier de 0,6€, atteint au mois d'octobre 2015, puis, après une brève reprise, vers un plus bas de 0,25€, touché au cours du mois de juillet 2016.

Ensuite, le titre MINT enregistre deux fortes périodes de rebond. Une première causée par l'annonce, le 5 octobre 2016, d'un retour au bénéfice au cours du premier semestre 2016. Le cours triple ainsi en une seule journée, le 6 octobre 2016, en passant de 0,33€ à 1,12€ avant d'entamer une nouvelle progression en direction des 2€ atteints la fin de l'année 2016. Une deuxième qui trouve son origine au début de l'année 2017, dans l'annonce du lancement d'une nouvelle offre dans les services énergétiques. Le cours progresse ainsi de 3,18€ à 4,39€ le jour de cette annonce, le 11 janvier 2017²⁰, et jusqu'à 7,68€ quelques jours plus tard, le 19 janvier 2017.

A partir de là, le cours de l'action MINT varie, parfois brusquement, dans un couloir relativement large compris entre 3,7€ et 7,0€ jusqu'à l'annonce, le 16 avril 2018, d'une perte importante au titre de l'exercice 2017, qui ouvre une phase marquée de repli du titre jusqu'à 2,15€, le 27 décembre 2018.

Partant de ce point bas, le cours double quasiment pour atteindre 4,14€ le 29 janvier 2019, soit deux jours avant l'annonce du chiffre d'affaires de l'exercice 2018, qui est marqué par une progression de +170% par rapport à l'année précédente et le dépassement du seuil des 50.000 abonnés.

Les points hauts de janvier 2019 ne seront plus atteints avant la mi-décembre 2019, le cours souffrant de l'annonce des pertes de l'exercice 2018 au mois d'avril 2019 et d'un placement privé au mois de juillet 2019.

Comme l'année précédente, la période du mois de janvier 2020 est l'occasion d'un nouveau fort rebond du titre jusqu'à 5,50€ le 23 janvier 2020, sans doute dans un mouvement spéculatif anticipant l'annonce du chiffre d'affaires de l'année 2019, qui s'avère en progression de +84% par rapport à l'année précédente. D'ailleurs, malgré cette annonce positive, le cours réagit par une chute d'environ 9%.

Le cours de l'action MINT ne s'avère être que brièvement affecté au cours du mois de mars 2020 par l'annonce des mesures de confinement.

Finalement, après avoir enregistré une chute dans les jours suivants l'annonce, le 15 avril 2020, d'un retour à un résultat d'exploitation équilibré pour l'exercice 2019, le cours de MINT entame

²⁰ On observe que le cours a déjà fortement augmenté depuis la fin de l'année 2016, en passant de 2,06€ le 29 décembre 2016 à 3,30€ le 6 janvier 2017. On peut s'interroger si cette hausse traduit un mouvement spéculatif, en anticipation de l'annonce du chiffre d'affaires annuel à la fin du mois de janvier 2017, comme cela été observé au cours de certains des exercices suivants.

un nouveau fort mouvement de progression en faisant plus que doubler, jusqu'à atteindre 8,76€ le 31 août 2020.

Cette progression s'explique notamment par l'annonce du lancement de l'offre mobile le 8 juin 2020, et d'un chiffre d'affaires ainsi que des recrutements clients en forte progression au premier semestre 2020, le 30 juillet 2020.

Le cours de l'action MINT consolide par rapport à ce plus haut et clôture à 8,05€ le 25 septembre 2020, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

A ce stade, il est important de souligner que :

- l'ensemble des fluctuations précédemment décrites se sont déroulées dans des volumes d'échange parfois très significatifs à partir de l'exercice 2016²¹ ;
- l'action MINT est confrontée à d'importantes limites à l'arbitrage que ce soit du fait de la quasi-absence de titres à emprunter et du coût exorbitant du prêt-emprunt sur titres, ce qui constituent des caractéristiques souvent rencontrées chez les valeurs moyennes, mais également d'une très forte volatilité de son cours (voir également le paragraphe 5.4.2).

Cette analyse des fluctuations du cours de l'action MINT met alors en lumière selon nous les éléments suivants.

En première approche, le titre MINT paraît indéniablement liquide, que ce soit selon les critères du volume de titres échangés ou de la capacité à intégrer rapidement toute nouvelle information.

Toutefois, ce constat doit s'accompagner de l'observation que les fluctuations observées reflètent une intense activité spéculative sur le titre, avec notamment des volumes et des fluctuations importantes en anticipation des annonces, entraînant la prise en compte des opinions les plus positives concernant les perspectives de la Société²².

Il en résulte que l'analyse des primes et décotes observées sur la référence au cours de bourse de l'action MINT doit être conduite au minimum au regard du fait que son cours avait doublé sur une période relative courte précédant l'annonce de l'Offre, et sans doute en considérant que cette évolution intégrait une importante composante spéculative en lien avec l'incorporation des opinions les plus positives sur le titre en présence de fortes limites à l'arbitrage.

²¹ Le volume moyen de titres échangés s'est élevé à 5.534 en 2015, 135.200 en 2016, 224.201 en 2017, 31.033 en 2018, 37.234 en 2019 et 61.833 du 2 janvier jusqu'au 25 septembre 2020 (source des données : Bloomberg).

²² La prise en compte dans le cours d'un titre des opinions les plus positives, résultant de la sur-extrapolation des tendances récentes, en présence d'importants limites à l'arbitrage est un phénomène largement documenté dans les travaux de recherche dans le domaine de la finance. Voir par exemple pour une synthèse notamment de ces travaux : Barberis, N., Psychology-Based Models of Asset Prices and Trading Volume, Handbook of Behavioral Economics, 2018, vol. 1.

b) Analyse de l'évolution du cours de l'action après la date d'annonce de l'Offre

En présence de marchés efficients, le cours de bourse d'un titre objet d'une offre est égale à une moyenne pondérée entre :

- sa valeur intrinsèque en cas d'échec de l'offre ;
- sa valeur intrinsèque en cas de réussite de l'offre, pour autant que le titre ne fasse pas l'objet d'un retrait obligatoire ;
- le prix d'offre.

Il résulte de ce constat que :

- l'observation d'un cours supérieur au prix d'offre peut signifier alternativement que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque du titre s'avère supérieure au prix d'offre ou que le cours n'est pas efficient²³ ;
- l'observation d'un cours inférieur au prix d'offre signifie que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque est inférieure au prix d'offre et qu'il existe une probabilité que l'offre n'arrive pas à son terme²⁴.

Dans ce cadre, il est donc significatif d'observer que le cours de l'action MINT est resté constamment inférieur au Prix d'Offre Actions depuis l'annonce de l'Offre dans des volumes très importants.

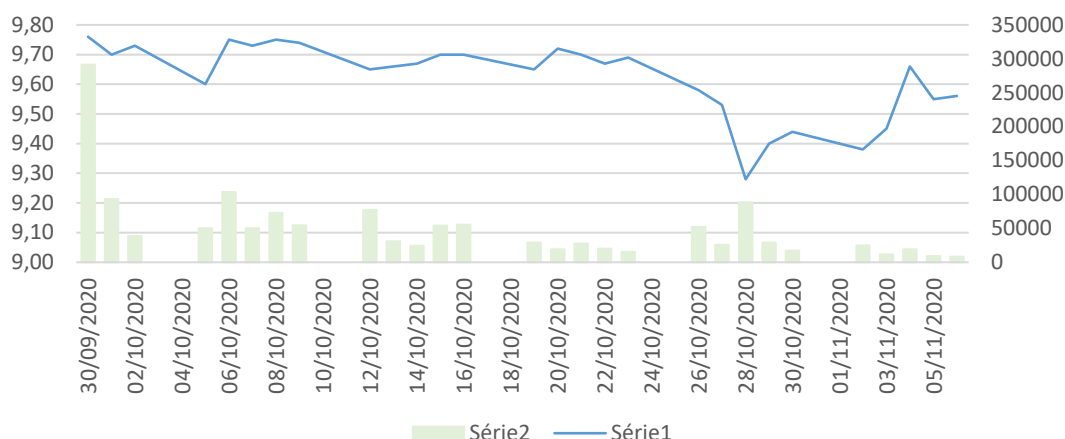
Plus spécifiquement, entre le 30 septembre, date de reprise des cotations après l'annonce de l'Offre, et le 6 novembre 2020 :

- l'action MINT a évolué entre un plus haut en séance de 9,98€ et un plus bas en séance de 9,10€ ;
- le cours moyen pondéré de l'action MINT s'est établi à 9,66€ ;
- le volume échangé cumulé s'est élevé à environ 32% du flottant.

²³ Cela peut se produire si en période d'offre un nombre restreint d'investisseurs achètent des titres dans des volumes étroits.

²⁴ Dans un contexte où le coût de portage des titres jusqu'à la conclusion de l'offre est insignifiant voire négatif dans un environnement de taux d'intérêt à court terme négatif.

Figure 12. Evolution du cours de l'action MINT depuis la date d'annonce de l'Offre²⁵



c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse de l'action

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse en date du 25 septembre 2020 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20, 60, 120 et 250 jours précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du capital.

Figure 13. Analyse de la référence au cours de l'action MINT²⁶

	Spot		Moyenne			
	Au 25/09/20	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours	
Cours moyen pondéré (en €)	8,05	8,30	7,65	6,19	5,24	
Prime / Décote	24,2%	20,5%	30,6%	61,6%	91,0%	
+ haut (en €)		8,76	8,76	8,76	8,76	
+ bas (en €)		8,00	6,30	3,96	2,89	
Volume moyen de titres		35 898	45 381	59 849	54 270	
Volume cumulé de titres ('000)	27 677	717 957	2 722 846	7 181 910	13 567 566	
Rotation du capital		13%	48%	126%	238%	

Les analyses exposées précédemment permettent de conclure que la référence au cours de l'action MINT, préalablement à l'annonce de l'Offre, s'avère pertinente, même si ce cours contient vraisemblablement une composante spéculative.

Nous relevons alors que malgré un doublement du cours depuis le mois d'avril 2020, le Prix d'Offre Actions extériorise :

- une prime de +24% par rapport au cours du 25 septembre 2020 ;

²⁵ Source des données : Bloomberg.

²⁶ Source des données : Bloomberg

- une prime comprise entre +20% et +91% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours.

4.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal

4.3.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

4.3.2 Prévisions retenues

a) Plan d'affaires de MINT 2020 - 2025

La Société réalise de manière habituelle un budget annuel qu'elle met régulièrement à jour dans le cadre du pilotage de son activité. En revanche, elle n'a pas l'habitude d'établir des plans d'affaires. Le plan d'affaires qui nous a été communiqué a été réalisé, pour la période 2020-2025, dans le cadre de l'Offre en liaison avec l'Initiateur. Ses hypothèses structurantes sont les suivantes :

- Le second semestre 2020 continue à connaître une forte dynamique commerciale en termes d'acquisition de clients dans un contexte de rentabilité moins porteur du fait (i) de conditions d'achat sur le marché moins favorables qu'au premier semestre et (ii) d'une progression des investissements notamment commerciaux mais également pour renforcer ses équipes dans le domaine du marketing, du service client et de l'informatique.
- La période 2021-2025 continue à enregistrer une forte croissance grâce à la poursuite de la progression de la base d'abonnés en électricité mais également au développement des nouvelles offres dans le domaine du gaz et de la téléphonie mobile. Le taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires sur la période 2020-2025 s'établit ainsi à 30%. La part des activités dans le domaine du gaz et de la téléphonie progresse pour représenter 15% du chiffre d'affaires 2025, malgré le déclin des activités historiques dans la téléphonie.
- La marge brute dans le domaine de la fourniture d'électricité converge sur l'horizon du chiffre d'affaires vers 8,0%, en cohérence avec la rémunération des fournisseurs d'électricité intégrée dans le TRVE, les ambitions commerciales particulièrement fortes prises en compte nécessitant l'octroi de remises initiales importantes et ensuite le maintien de remises conséquentes, les motivations essentiellement orientées vers les prix affichées par les clients pour souscrire les offres de fournisseurs alternatifs et plus généralement la faiblesse des barrières concurrentielles.
- La marge d'EBITDA (après imputation des provisions pour créances douteuses) se stabilise sur la durée du plan autour de 2,4%. Il résulte de la conjonction d'une baisse de la marge brute dans le domaine de la fourniture d'électricité, en cohérence avec l'ensemble des facteurs mentionnés au point précédent, d'un effet relatif du développement des activités de

gaz et de téléphonie mobile, d'une baisse du poids des coûts d'acquisition des clients au fur et à mesure que la société arrive à maturité et globalement une baisse du poids des salaires et des frais généraux pour les mêmes raisons.

Ce niveau reflète, à notre avis, de manière raisonnable, le modèle économique des fournisseurs d'électricité, qui sont soumis à un environnement fortement concurrentiel, et peuvent créer de la valeur à partir d'un niveau de marge limité car leur activité n'est pas capitalistique.

- Le modèle économique demeure toujours fortement générateur de liquidité dans la mesure où le niveau des investissements reste limité à une enveloppe annuelle d'environ 150k€ tandis que le BFR représente une ressource représentant 5,5% du chiffre d'affaires.

Le taux d'imposition retenu est celui en vigueur en France car MINT réalise ses activités exclusivement dans ce pays. La valeur des économies d'impôts liée aux reports déficitaires est directement appréhendée dans la valeur d'entreprise.

b) Prolongation du plan d'affaires

Le niveau de croissance du chiffre d'affaires prévu pour MINT à l'horizon 2025 demeure élevé à environ +10%.

Nous avons donc prolongé son plan d'affaires sur une période de 3 ans en retenant les hypothèses suivantes :

- une baisse du taux de croissance du chiffre d'affaires afin de le faire converger vers notre hypothèses de croissance à long terme ;
- un maintien du niveau de marge d'EBITDA ;
- une intensité capitalistique demeurant constante²⁷.

4.3.3 Taux d'actualisation

c) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital est le moyen de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers.

²⁷ Les ratio « BFR sur chiffre d'affaires » et « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » demeurent constants les trois années de prolongation du plan d'affaires.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

R_f :	Taux sans risque
β :	Béta des fonds propres de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

d) Paramètres

Structure financière

Nous avons retenu une structure financière cible entièrement composée de fonds propres au regard du fait que dans son modèle économique le BFR dégage une ressource de financement tandis que les investissements incorporels et corporels sont très limités.

Le taux d'actualisation correspond alors à un taux des fonds propres « sans dettes » ce qui signifie que le taux des fonds propres est calculé à partir d'un bêta d'actif.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de -0,32% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement des OAT 10 ans au 6 novembre 2020 (source : Bloomberg).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 6 novembre 2020 à 6,85%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mise en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600²⁸.

²⁸ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital,

Nous observons que notre estimation du taux de rendement attendu du marché action est légèrement inférieur au taux de rendement historique observé en Europe de 7,3%²⁹.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de -0,21%³⁰, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 7,1%**.

Bêta sectoriel

Nous avons retenu le bêta de l'action MINT calculé par rapport à l'indice STOXX Europe 600, par cohérence avec notre source de prime de risque, sur une période de 2 ans à partir de données hebdomadaires, qui s'élève à 1,23.

Nous avons fait le choix de retenir le bêta de l'action MINT, même si les bêtas sectoriels s'avèrent en général plus pertinents que les bêtas individuels des actions³¹, car :

- celui-ci est significatif avec un coefficient de détermination (r^2) de 0,24 et reflète les particularités de son portefeuille d'activités ;
- nous n'avons pas été en mesure d'identifier un échantillon pertinent de sociétés cotées comparables (cf. paragraphe 4.1.5).

Nous n'avons pas « désendetté » le bêta de MINT car nous considérons que sur les deux dernières années, son modèle économique n'était pas suffisamment stabilisé pour qu'on puisse considérer que la trésorerie nette (hors taxe locale) à son bilan avait un bêta nul. Cette trésorerie pouvait en effet être consommée dans son activité pour couvrir des pertes, comme cela avait été le cas en 2018.

Il faut noter que si nous avions « désendetté » le bêta action de MINT cela aurait conduit à un bêta actif et un taux des fonds propres « sans dettes » plus élevé, défavorables à la valeur de l'action MINT.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque³² des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse³³, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le

Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

²⁹ Moyenne géométrique du rendement des marchés actions sur une base européenne. Source : Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

³⁰ Moyenne 20 jours au 6 novembre 2020 du taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans (source : Bloomberg). Cette moyenne est pondérée par le poids de chaque état européen dans l'indice STOXX Europe 600.

³¹ Fama, E.F., French, K.R., Industry costs of equity, Journal of Financial Economics, 1997, vol.43.

³² Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

³³ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

domaine universitaire³⁴ que dans le domaine de la gestion d'actifs³⁵ justifie de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 3,16% pour les sociétés dont la capitalisation est cohérente avec celle de MINT.

e) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation de 11,6%.

4.3.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

Dans le cas d'espèce, nous observons, tout d'abord, que MINT disposera sans doute encore d'un potentiel de croissance de son activité soit du fait d'une poursuite de la hausse des parts de marché des opérateurs alternatifs, soit du fait de l'inflation des coûts de production de l'énergie.

C'est pourquoi nous retenons un taux de croissance à long terme équivalent au taux d'inflation anticipé de 1,5% déterminé sur la base de la moyenne de :

- la prévision d'inflation à long terme des prévisionnistes professionnels selon l'étude trimestrielle réalisée par la Banque Centrale Européenne, soit 1,7%³⁶ ;
- le taux du swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans, soit 1,1%³⁷.

Ensuite, on ne peut exclure que du fait de la faiblesse des barrières à l'entrée le taux de rendement de ses capitaux employés diminue. C'est pourquoi nous avons retenu deux scénarios, pondérés de manière équivalente, pour le calcul de la valeur terminale :

- un premier où le taux de rendement des capitaux employés demeure constant ;

La valeur terminale est alors calculée selon la formule de Gordon à partir du cash-flow de l'année normative divisé par la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance à long-terme.

- un scénario où le taux de rendement des capitaux employés décroît car le taux de rendement marginal devient équivalent au coût du capital.

³⁴ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018.

Levy, M., Levy, H., Under-Diversification and the Size Effect, working papers, 2019.

³⁵ Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018.

³⁶ Source : étude du 4^{ème} trimestre 2020.

³⁷ Source : Bloomberg, moyenne sur 20 jours au 6 novembre 2020.

La valeur terminale est alors calculée sur la base de l'EBIT après impôt divisé par le taux d'actualisation.

4.3.5 Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des DCF aboutit dans notre scénario central à une **valorisation de l'action MINT de 8,64€** sur la base de laquelle le Prix d'Offre Actions fait ressortir une **prime de 16%**.

Par ailleurs, nous avons procédé à première une analyse de sensibilité de la valorisation de l'action MINT :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,25% ;
- au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,25% ;

Figure 14. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		11,10%	11,35%	11,60%	11,85%	12,10%
Taux de croissance à long terme	1,00%	8,85	8,70	8,56	8,42	8,29
	1,25%	8,90	8,74	8,60	8,46	8,32
	1,50%	8,94	8,79	8,64	8,49	8,36
	1,75%	8,99	8,83	8,68	8,53	8,39
	2,00%	9,04	8,88	8,73	8,58	8,43

Nous avons également procédé à une analyse de sensibilité de la valorisation de l'action MINT :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,25% ;
- à son taux de marge d'EBITDA à partir de l'année 2025 en retenant un pas de +/- 0,25%.

Figure 15. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation à la marge d'EBIT

		Taux d'actualisation				
		11,10%	11,35%	11,60%	11,85%	12,10%
Sensibilité marge EBITDA	-0,50%	8,04	7,91	7,78	7,67	7,55
	-0,25%	8,49	8,35	8,21	8,08	7,95
	0,00%	8,94	8,79	8,64	8,49	8,36
	0,25%	9,40	9,22	9,06	8,91	8,76
	0,50%	9,85	9,66	9,48	9,32	9,15

Sur la base de nos analyses de sensibilité, la valeur de l'action MINT s'établit dans une fourchette de **8,21€ à 9,06€** ce qui permet au Prix d'Offre Actions d'extérioriser une prime comprise entre **10% et 22%**.

4.4 Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société – à titre principal

Cette approche consiste à analyser les transactions significatives intervenues récemment sur le capital d'une société.

Le Dirigeant et Luna Invest ont pris l'engagement d'apporter dans la présente Offre :

- l'intégralité des 288.817 actions qu'ils détiennent, représentant 5,07% du capital sur une base non diluée ;
- l'intégralité des 288.817 BSA qu'ils détiennent.

Le Dirigeant et Luna Invest bénéficieront ainsi du Prix d'Offre.

L'Engagement d'apport ne comporte pas de clause susceptible de constituer un complément de prix. Au contraire, le Dirigeant et Luna Invest ont pris l'engagement de reverser une partie du rehaussement du Prix d'Offre qui pourrait intervenir en cas d'offre concurrente ou d'une surenchère de l'Initiateur.

Plus généralement, l'analyse des accords connexes (cf. paragraphe 6) ne fait apparaître aucun élément susceptible de constituer un avantage pour le Dirigeant et Luna Invest dont les actionnaires minoritaires seraient privés.

L'Engagement d'apport ayant été souscrit par un vendeur disposant d'une connaissance approfondie de la Société et ne bénéficiant d'aucun avantage dont les actionnaires minoritaires seraient privés, il constitue une référence significative à prendre en compte pour l'appréciation du Prix d'Offre.

On se doit de relever alors que le Prix d'Offre Actions correspond au prix que le Dirigeant et Luna Invest recevront dans le cadre de l'exercice de leur engagement d'apport.

Par ailleurs, Mercure Energie est entrée au capital de MINT, le 12 juillet 2019, en souscrivant à une augmentation de capital réservée, qui lui a permis d'acquérir 948.000 actions, au prix unitaire de 3,23€.

Compte tenu de la période écoulée entre cette augmentation de capital et l'Offre, au cours de laquelle MINT a fait fortement croître son activité et valider plus largement la pertinence de son modèle économique dans la fourniture d'électricité, nous relevons cette référence à titre indicatif.

4.5 Analyse des synergies attendues

L'Initiateur est une holding pure.

Les synergies résultant de l'Offre seront donc très limitées.

Elles ne se matérialiseront qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire sous la forme d'économies sur les coûts de cotation.

4.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre Actions

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'Offre Actions (soit 10,0€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 16 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'Offre Actions

	Valeur par action en €			Primes / décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Méthode DCF	8,21	8,64	9,06	22%	16%	10%
Référence au cours de bourse	5,24		8,30	91%		20%
Référence aux transactions sur le capital		10,00			0%	

5. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre BSA

Après avoir présenté les caractéristiques des BSA (5.1), nous analyserons successivement la référence au cours (5.2), la valeur en cas de conversion des BSA et d'apport des actions obtenues à l'Offre (5.3), la valeur théorique des BSA (5.4) et la référence aux transactions récentes (5.5).

5.1 Présentation des caractéristiques des BSA

Le nombre de BSA en circulation s'élève, à la date du présent rapport, à 4.641.072 dont 23.956 auto-détenus.

Les principales caractéristiques des BSA pertinentes pour leur évaluation, selon le projet de note d'information, sont résumées dans la figure suivante :

Figure17 – Caractéristiques des BSA

Prix d'exercice (en €)	6,78 €
Parité d'exercice	6 BSA pour 1 action
Date d'échéance	21/12/2021
Période d'exercice	À tout moment jusqu'à la date d'échéance incluse

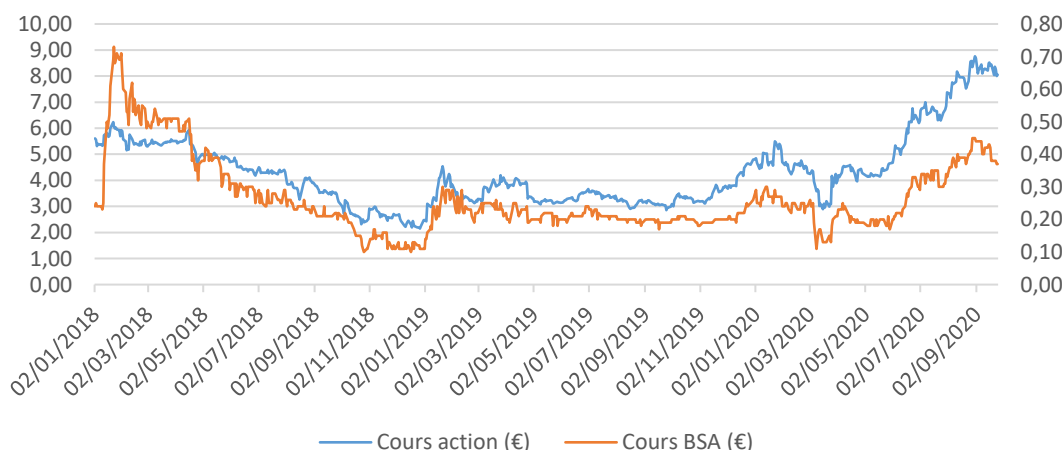
5.2 Référence au cours de bourse des BSA

a) Analyse de l'évolution du cours du BSA avant la date d'annonce de l'Offre

Les BSA de la Société sont cotées sur Euronext Growth.

La figure suivante présente l'évolution du cours du BSA comparé à celui de l'action depuis leur cotation le 2 janvier 2018 jusqu'au 25 septembre 2020.

Figure 18. Evolution du cours de l'action et du BSA entre le 2/01/18 et le 25/09/20³⁸



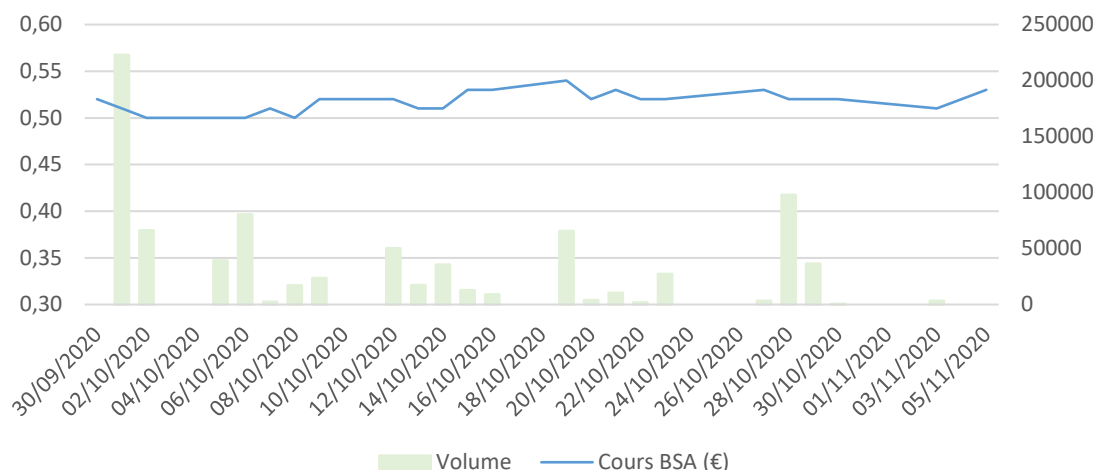
³⁸ Source des données : Bloomberg.

On observe que l'évolution du cours des BSA a largement épousé celui du cours de l'action, sauf dans les premières semaines suivant son émission.

b) Analyse de l'évolution du cours du BSA depuis d'annonce de l'Offre

La figure suivante présente l'évolution du cours du BSA depuis l'annonce de l'Offre.

Figure 19. Evolution du cours du BSA MINT depuis l'annonce de l'Offre³⁹



On observe que le cours du BSA a rapidement convergé vers le Prix d'Offre BSA en ne le dépassant que brièvement en cours de séance. Plus précisément :

- le cours du BSA a évolué entre un plus haut en séance de 0,55€ et un plus bas de 0,50€ ;
- le cours moyen pondéré par les volumes du BSA s'est établi à 0,52€ ;
- le volume échangé cumulé s'est élevé à environ 18% du flottant.

c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse BSA

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse du BSA en date du 25 septembre 2020 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20, 60, 120 et 250 jours précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du capital.

³⁹ Source des données : Bloomberg.

Figure 20. Analyse de la référence au cours du BSA MINT⁴⁰

	Spot	Moyenne			
	Au 25/09/20	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moy pondéré (en €)	0,37	0,42	0,39	0,32	0,27
Prime / Décote	45,9%	27,8%	37,0%	67,6%	99,0%
+ haut (en €)		0,45	0,45	0,45	0,45
+ bas (en €)		0,37	0,30	0,17	0,11
Volume moyen de titres		7 295	7 072	7 668	8 126
Volume cumulé de titres ('000)	12 854	145 905	424 317	920 102	2 031 526
Rotation du capital		3%	9%	20%	44%

Nous relevons que le Prix d'Offre BSA extériorise :

- une prime de +46% par rapport au cours du 25 septembre 2020 ;
- une prime comprise entre +28% et +101% par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20, 60, 120 et 250 jours.

5.3 Valeur en cas de conversion des BSA et d'apport des actions obtenues à l'Offre

La conversion des BSA en actions et l'apport de ces dernières dans le cadre l'Offre permettrait à leur porteur d'obtenir un montant de 0,5367€.

Le Prix d'Offre BSA extériorise alors une légère prime de 0,6%.

5.4 Valeur théorique des BSA

5.4.1 Méthodologie

Les BSA étant des options de type américaine, c'est-à-dire exerçables à tout moment, et portant sur des actions ne distribuant pas de dividendes, nous les avons évalués à partir du modèle de Black & Scholes.

5.4.2 Paramètre d'évaluation

a) Valeur du sous-jacent

Les BSA permettent à leurs détenteurs de profiter d'une évolution favorable d'un sous-jacent volatile, dans un contexte où le prix d'exercice crée un effet de levier accentuant toute évolution et où il existe une asymétrie entre gains et pertes, amoindrie toutefois dans le cas d'espèce par le fait que le BSA est dans la monnaie.

⁴⁰ Source des données : Bloomberg

La question qui se pose alors est : en cédant leur BSA, à quelles évolutions futures possibles leurs détenteurs renoncent-ils, ces évolutions possibles intervenant à partir de quelle référence de valeur du sous-jacent ?

Dans ce cadre d'analyse, l'Offre constitue une information sur la perception de la valeur de la Société par des investisseurs.

Retenir le cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre comme valeur du sous-jacent reviendrait à retenir un cours n'intégrant pas une information importante pour déterminer la valeur de l'action à partir de laquelle son prix est susceptible d'évoluer dans le futur.

Retenir le Prix d'Offre Actions reviendrait à retenir un prix offert de manière ponctuelle par un investisseur, intégrant une prime, sur lequel le prix de l'action n'est pas certain de se caler une fois l'offre achevée. A cet égard, nous notons d'ailleurs que l'action se traite à un cours inférieur au Prix d'Offre Actions dans des volumes importants.

C'est pourquoi nous considérons qu'il est justifié de retenir comme valeur du sous-jacent sa valeur intrinsèque, correspondant dans le cas d'espèce à la valeur ressortant de la méthode DCF soit 8,64€.

Pour mémoire, nous rappelons que la valeur de l'action obtenue dans le cadre de la méthode DCF tient compte, de manière itérative, de la valorisation des BSA déterminée à partir du même modèle optionnel que celui que nous mettons en œuvre dans cette section et des mêmes paramètres.

Ce choix permet donc aussi de respecter le principe de traitement équitable de l'ensemble des porteurs d'instruments financiers de la Société dans la mesure où ils sont valorisés à partir d'éléments parfaitement homogènes.

b) Volatilité du sous-jacent

Il s'agit de déterminer ici la volatilité anticipée du sous-jacent.

Pour se faire, nous avons pris en considération les éléments suivants observés préalablement à l'annonce de l'Offre :

- la volatilité historique de l'action MINT s'élève dans une fourchette comprise entre 57% et 61% à un horizon compris entre 1 et 2 ans, cohérent avec la durée de vie résiduelle des BSA, sans retraitement de la période consécutive à l'annonce du premier confinement ;
- cette même volatilité historique s'élève dans une fourchette comprise entre 48% et 59% si on retraits la période consécutive à l'annonce du premier confinement ;
- la volatilité implicite des BSA s'inscrit dans une fourchette de 50% à 60%, la volatilité implicite s'approchant du bas de cette fourchette lorsque le cours de l'action progressait fortement ;

Ces données de marché ont été observées postérieurement à l'émission des BSA et tiennent donc compte de l'effet dilutif des BSA qui a pu être appréhendé par les investisseurs dans leurs échanges.

Au regard de l'ensemble de ces éléments nous avons retenu une volatilité de 55% et effectué une analyse de sensibilité en retenant un pas de +/- 2,5%.

c) Taux sans risque

Nous avons déterminé le taux sans risque sur la base de la courbe des taux swap au 6 novembre 2020, soit -0,57% (source : Bloomberg).

d) Marge de prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo)

Les modèles d'évaluation optionnelles sont basés sur une actualisation au taux sans risque, ce qui suppose que l'acquéreur d'un BSA couvre son risque en vendant des actions qu'il ne possède pas. Pour pouvoir vendre ces titres, il doit les emprunter à un coût correspond à la marge de repo.

L'estimation de cette marge de repo se heurte au fait que le marché du prêt-emprunt titre de l'action MINT est quasi-inexistant, ce qui constitue une des contraintes à l'arbitrage que nous avons évoquées au paragraphe 4.2.

Dans le cas d'un titre peu liquide, il est d'usage de retenir une marge de repo comprise dans une fourchette de 3% à 5%. Nous retiendrons une valeur centrale de 4% et effectuerons une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 1%.

e) Marge de prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo)

Il n'a pas été retenu de dividende compte tenu de la politique de MINT en la matière.

5.4.3 Résultats de l'approche

La valeur théorique du BSA s'inscrit dans une fourchette de 0,41€ à 0,43€ avec une valeur centrale de 0,43€.

Le Prix d'Offre BSA fait donc ressortir une prime comprise entre 24% et 31%

Figure 21. Analyse de la valeur théorique du BSA MINT

		Volatilité				
		50,0%	52,5%	55,0%	57,5%	60,0%
Marge repo	3,0%	0,41	0,42	0,43	0,45	0,46
	3,5%	0,40	0,42	0,43	0,44	0,45
	4,0%	0,40	0,41	0,42	0,43	0,45
	4,5%	0,39	0,41	0,42	0,43	0,44
	5,0%	0,39	0,40	0,41	0,42	0,44

5.5 Référence aux transactions récentes

Dans le cadre des accords conclus avec l'Initiateur, le Dirigeant et Luna Invest ont pris l'engagement d'apporter l'intégralité de leurs BSA à l'Offre, soit à un prix unitaire de 0,54€.

Pour des raisons identiques à celles exposées au paragraphe 4.4, nous considérons que cette référence s'avère pertinente pour l'appréciation du Prix d'Offre BSA.

5.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre BSA

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'Offre BSA (soit 0,54€ par BSA) extériorise les primes suivantes :

Tableau 22 – Synthèse des primes et décotes par rapport au Prix d'Offre Actions

	Valeur par action en €			Primes / décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Références						
Référence au cours de bourse	0,27		0,42	99%		28%
Référence en cas de conversion et d'apport des actions à l'Offre		0,54			1%	
Référence aux transactions récentes		0,54			0%	
Méthodes						
Valeur théorique	0,41	0,42	0,43	31%	28%	24%

6. Accords connexes à l'Offre

L'analyse de la documentation juridique relative à l'Offre a permis d'identifier quatre accords ou opérations connexes dont nous détaillons l'analyse ci-après.

6.1 Engagement d'apport du Dirigeant et de Luna Invest

Le Dirigeant et Luna Invest ont pris l'engagement d'apporter l'intégralité de leurs actions et BSA à l'Offre.

Le Dirigeant et Luna Invest bénéficieront ainsi du Prix d'Offre.

Comme nous l'avons déjà indiqué au paragraphe 4.4, l'Engagement d'apport ne comporte pas de clause susceptible de constituer un complément de prix. Au contraire, le Dirigeant et Luna Invest ont pris l'engagement de reverser une partie du rehaussement du Prix d'Offre qui pourrait intervenir en cas d'offre concurrente ou d'une surenchère de l'Initiateur.

L'Engagement d'apport n'offre donc aucun avantage au Dirigeant et à Luna Invest.

6.2 Engagement de voter en faveur d'un plan d'attribution d'actions gratuites au profit du Dirigeant

L'Initiateur s'est engagé à voter en faveur d'un plan portant sur l'attribution d'un nombre maximum de 210.000 nouvelles actions gratuites dont le déclenchement, en trois tranches, dépend de l'atteinte d'objectifs concernant le nombres de clients aux offres électricité et de gaz.

Nous avons analysé, sur la base du plan d'affaires retenu pour l'appréciation du Prix d'Offre et du mécanisme de liquidité prévu (cf. paragraphe 6.3), quelle serait la part de la création de valeur liée à l'accroissement du parc de clients qui serait appréhendée par le Dirigeant par le biais de ce plan d'attribution.

Nous observons que cette part reste limitée et en deçà des pratiques que l'on peut constater, par exemple, dans le domaine du private equity.

Par ailleurs, nous notons que ce plan constitue en partie une contrepartie aux engagements d'exclusivité, de non-concurrence et de non-sollicitation souscrites par le Dirigeant (cf. paragraphe 6.3).

Nous ne considérons donc pas que ce plan soit susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre porteurs de titres.

6.3 Mise en place d'un mécanisme de liquidité concernant les titres émis par la Société détenus par le Dirigeant

L'Initiateur et le Dirigeant se sont engagés à mettre en place un mécanisme de liquidité exerçables durant des fenêtres définies sur les exercices 2024 et 2025.

Ces promesses seront exerçables sur la base d'un prix égal à (i) la différence entre (x) un montant calculé sur la base d'un multiple de 12 fois l'EBITDA et (y) la dette financière nette (ii) rapportée au nombre d'actions de la Société existant à la date de calcul.

Nous avons déterminé quel serait le prix d'exercice de ces promesses sur la base de la formule prévue aux différentes dates envisagées et l'avons comparé à la valeur des actions MINT à ces mêmes dates, sur la base du plan d'affaires retenu dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre.

Nous observons que le prix d'exercice des promesses est en ligne avec la valeur de l'action MINT qui ressortirait du plan d'affaires à ces dates majoré de la prime que le Prix d'Offre Actions fait apparaître par rapport aux résultats de la méthode DCF.

Le mécanisme de liquidité n'offre donc aucun avantage au Dirigeant.

6.4 Conditions d'exercice des fonctions du Dirigeant

Le Dirigeant et MINT ont conclu une convention de mandat qui définit :

- le niveau de rémunération et les avantages attachés à l'exercice de son mandat, qui demeurent comparables à ceux actuellement en vigueur ;
- les clauses d'exclusivité, de non-concurrence et de non-sollicitation auxquelles le Dirigeant sera soumis.

Nous constatons que le niveau de rémunération et les avantages attachés à l'exercice du mandat du Dirigeant ne sont pas modifiés et sont usuelles pour ce type de fonction.

Nous relevons, au surplus, que la rémunération des clauses d'exclusivité, de non-concurrence et de non-sollicitation sont réputées attachées au Prix d'Offre que le Dirigeant et Luna Invest recevront dans le cadre de l'Offre (identique à celui de l'ensemble des autres porteurs de titres) et au la mise en place du plan d'attribution d'actions gratuites.

Nous n'avons donc pas relevé d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre porteurs de titres.

6.5 Conclusion

Notre analyse des accords connexes nous conduit à considérer qu'ils ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre porteurs de titres MINT dans le cadre de l'Offre.

7. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre établi par l'Etablissement présentateur

ODDO BHF Corporate Finance (ci-après, « **l'Etablissement présentateur** ») a préparé les éléments d'appréciation du prix d'Offre. Nous présentons successivement la comparaison du résultat de nos travaux sur le Prix d'Offre Actions et le Prix d'Offre BSA.

7.1 Analyse du résultat des travaux sur le Prix d'Offre Actions

La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Tableau 23. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'Offre Actions

	Etb présentateur			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
DCF	7,83	8,50	9,16	8,21	8,64	9,06
Cours de bourse - spot	5,23		8,28	5,24		8,30
Référence aux transactions sur le capital	3,41		10,00		10,00	

7.1.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par l'Etablissement présentateur.

7.1.2 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Nos écarts sont les suivantes :

- Nous avons tout d'abord une différence de présentation car nous avons intégré la valeur des économies d'impôts liées aux déficits reportables dans la valeur d'entreprise alors que l'Etablissement présentateur l'ajoute aux éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.
- Nous avons évalué les BSA à partir d'un modèle optionnel et des paramètres similaires entre les travaux d'évaluation des actions et des BSA tandis que l'Etablissement présentateur a retenu la méthode dite des « treasury shares »⁴¹. Nous obtenons la valeur des actions en soustrayant de la valeur d'entreprise les éléments d'ajustement et la valeur des BSA, le montant ainsi obtenu étant divisé par le nombre d'actions retenu, qui n'est donc pas augmenté de la conversion des BSA.
- Nous considérons que les provisions pour risques et charges au 30 juin 2020 constituent un élément du besoin en fonds de roulement et non un élément d'ajustement.

⁴¹ Pour mémoire, qui ne conduit qu'à prendre en compte la dilution liée à la valeur intrinsèque et omet la valeur temps.

7.1.3 Mise en œuvre de la méthode des DCF

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode DCF portent sur deux éléments.

En premier lieu, concernant les éléments d'actualisation :

- Nous avons retenu comme date de référence d'actualisation des flux le 6 novembre 2020 tandis que l'Etablissement présentateur l'a fixé au 1^{er} octobre 2020.
- Nous avons retenu un taux d'actualisation de 11,6% à comparer à 12,5% pour l'Etablissement présentateur. Nous retenons un bêta plus élevé (1,23 à comparer à 0,97) ce qui est compensé par l'utilisation d'une prime de risque de marché (7,1% à comparer à 9,63%) et un taux sans risque (-0,3% à comparer à 0%) plus faibles.

En second lieu, nos calculs de la valeur terminale se distinguent sur deux points :

- Nous retenons un taux de croissance à long terme de 1,5% contre 2,0% pour l'Etablissement présentateur.
- Par ailleurs, nous intégrons dans la valeur terminale un scénario où la croissance marginale n'est plus créatrice de valeur, c'est-à-dire où le taux de rendement des capitaux employés converge vers le coût du capital, ce qui n'est retenu dans les travaux de l'Etablissement présentateur.

7.1.4 Mise en œuvre de la référence au cours de bourse

Les légers écarts observés sur les moyennes pondérées des cours de bourse résultent du fait que nous les calculons à partir du cours de clôture tandis que l'Etablissement présentateur considère le cours moyen pondéré de chaque séance.

7.2 Analyse du résultat des travaux sur le Prix d'Offre BSA

La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Tableau 24. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'Offre BSA

	Etb présentateur			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Référence au cours de bourse	0,26		0,40	0,27		0,42
Référence en cas de conversion et d'apport des actions à l'Offre					0,54	
Référence aux transactions récentes		0,54			0,54	
Valeur théorique	0,11	0,34	0,44	0,41	0,42	0,43

7.1.1 Choix des critères d'évaluation

A la différence de l'Etablissement présentateur, nous avons pris en considération la référence à la valeur des BSA en cas de conversion en actions et apport de celles-ci à l'Offre.

7.1.3 Mise en œuvre de la méthode de la valeur théorique

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode de la valeur théorique portent sur trois éléments :

- Nous retenons comme valeur du sous-jacent la seule valeur intrinsèque de l'action résultant de notre méthode DCF tandis que l'Etablissement présentateur un choix plus large de valeurs du sous-jacent en intégrant des références au cours de bourse.
- Nous retenons une volatilité du sous-jacent en valeur centrale de 55% tandis que l'Etablissement présentateur considère un taux de 50%.
- Nous retenons un coût du prêt-emprunt en valeur centrale de 4% à comparer à 5% pour l'Etablissement présentateur.

7.1.4 Mise en œuvre de la référence au cours de bourse

Comme dans le cas de l'analyse du cours de bourse de l'action, les légers écarts observés sur les moyennes pondérés du cours de bourse du BSA proviennent du fait que nous les calculons à partir du cours de clôture tandis que l'Etablissement présentateur considère le cours moyen pondéré de chaque séance.

8. Contact avec des tiers

Dans le cadre de nos travaux, nous avons reçu plusieurs courriers d'actionnaires minoritaires : l'un émanant d'un groupe d'actionnaires minoritaires (ci-après, le « **Groupe d'actionnaires minoritaires** ») avec qui nous nous sommes entretenus par conférence téléphonique et trois émanant d'un actionnaire individuel (ci-après, « **l'Actionnaire individuel** »).

Nous avons examiné et apprécié l'ensemble des éléments financiers résultant de ces écrits. Les principaux arguments, associés, le cas échéant, aux paragraphes du présent rapport abordant ces arguments sont les suivants :

Sur le fait que le Prix d'Offre Actions ne reflèterait pas les perspectives de MINT en matière de croissance de son chiffre d'affaires et de niveau de marge

Nous observons que les prévisions que le Groupe d'actionnaires minoritaires nous a transmises sont par rapport aux prévisions que nous avons retenues :

- très inférieures en termes d'ambition de chiffre d'affaires ;
- très supérieures en termes d'objectif de marge.

Ces objectifs de marge, qui correspondent en fait à celle du cabinet GreenSome Finance, ne nous paraissent pas accessibles au regard de notre analyse de l'espace de prix que le mécanisme du TRVE accorde aux fournisseurs d'électricité pour concurrencer les opérateurs historiques, de l'intensité concurrentielle d'ores et déjà observée sur ce marché, des faibles barrières à l'entrée de nouveaux opérateurs, des préoccupations des consommateurs, qui s'avèrent très majoritairement orientées vers les prix, et du caractère très peu capitalistique de l'activité.

Dans ce contexte, nous considérons que le niveau de marge retenu dans le plan d'affaires reflète les possibilités d'un opérateur efficient, comme MINT a su démontrer l'être.

Il convient de noter que ce niveau de marge est susceptible d'être très volatile dans le temps, en fonction des prix du marché de l'électricité, et qu'il ne serait, par conséquent, pas raisonnable d'extrapoler aussi bien le niveau de marge obtenu par MINT en 2018 qu'au 1^{er} semestre 2020. D'ailleurs, tout pic ou creux en matière de prix de marché est susceptible d'avoir un impact significatif au niveau des résultats d'un semestre ou d'un exercice, mais seulement relatif dans le cadre de la valorisation d'une société en forte croissance comme MINT⁴².

Au surplus, nous ne considérons pas que des facteurs structurels qui pousseraient les prix d'approvisionnement à la baisse, pour autant qu'il serait démontré que de tels facteurs seraient

⁴² MINT correspond à ce qu'on appelle une société à duration de cash-flows élevée (que l'on assimile parfois aux sociétés de type « growth ») pour laquelle les variations de résultats à court-terme ont une influence limitée sur sa valeur intrinsèque, par différence avec une société à duration de cash-flow faible (que l'on assimile parfois aux sociétés de type « value ») pour laquelle les variations de résultats à court-terme ont une influence plus importante sur la valeur intrinsèque. Pour une analyse de l'effet d'un choc de cash-flow à court-terme (comme une variation inattendue des prix de marché pour MINT) sur la valorisation des sociétés cotées, en fonction de la duration de leur cash-flow, dans le contexte de la covid-19 voir : Dechox, P., Erhard, R., Sloan, R., Soliman, M., Implied Equity Duration: A Measure of Pandemic Shutdown Risk, 2020.

à l'œuvre, pourraient être appréhendés par les fournisseurs d'électricité compte tenu du mécanisme de fixation du TRVE, qui tient justement compte des conditions d'achat observées.

Plus largement, les évolutions du TRVE ont pour objectif de refléter l'évolution des différents coûts auxquels les fournisseurs d'électricité sont exposés, selon le mécanisme d'empilement, et non de leur permettre d'accroître leur espace de prix pour augmenter leur marge.

Dans ce contexte, les fournisseurs d'électricité semblent d'ailleurs plutôt exposés au risque d'un retard dans la prise en compte de l'évolution des prix pour des raisons politiques, suivi, le cas échéant, d'une période de rattrapage.

En somme, nos analyses nous conduisent à considérer que le plan d'affaires qui nous a été transmis reflète de manière cohérente les perspectives de MINT, tant en termes de croissance de chiffre d'affaires que de marge.

Comme indiqué au paragraphe 4.3.5, le Prix d'Offre Actions extériorise alors une prime comprise entre 10% et 22% par rapport aux résultats de la méthode des DCF qui le prend en compte.

Sur le fait que l'annonce concomitante des résultats du 1^{er} semestre 2020 et du projet d'Offre a limité artificiellement la référence au cours de bourse auquel aurait dû être appliqué une prime de contrôle

Notre analyse du cours de bourse de l'action MINT au paragraphe 4.2 fait apparaître que celui-ci est liquide non seulement en termes de volume échangé mais également de rapidité d'incorporation des informations.

Dans ce contexte, nous notons :

D'une part, le communiqué de presse de MINT du 30 juillet 2020 relatif au chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2020 informait les investisseurs du fort niveau de marge brute obtenu durant cette période (celui-ci s'est élevée à 19% contre 4% sur la même période de l'année précédente), ce qui permettait largement d'anticiper le bon niveau des résultats qui a été annoncé le 28 septembre 2020.

Ainsi, le cours de bourse de l'action MINT a progressé d'environ +28% dans le mois qui a suivi, atteignant un plus haut de 8,76€ le 31 août 2020.

D'autre part, les investisseurs ont parfaitement la possibilité d'incorporer, en période d'offre, dans le cours d'une action les informations qu'ils jugent pertinentes.

Au cas d'espèce, nous avons observé que depuis l'annonce du projet d'Offre, il s'est échangé près d'un tiers du flottant de MINT à un cours inférieur au Prix d'Offre Actions, précisément à un cours moyen pondéré de 9,66€.

En somme, nous considérons que l'annonce concomitante des résultats du 1^{er} semestre 2020 et du projet d'Offre ne fausse pas l'appréciation que l'on est susceptible de faire de la référence au cours de bourse.

Sur le fait que le Prix d'Offre Actions devrait s'aligner sur l'objectif de cours du cabinet GreenSome Finance majoré d'une prime de contrôle de 30%, soit environ 14€

Nous avons exposé au paragraphe 4.1.2 l'analyse qui nous a conduit à ne pas retenir la référence à l'objectif de cours du cabinet GreenSome Finance.

Au surplus, nous ajoutons que la prime de contrôle (mesurée par rapport à un cours de bourse) dépend de deux facteurs économiques principaux⁴³ :

- l'écart entre la valeur fondamentale et le cours de bourse ;
- le partage des synergies compte tenu du rapport de force entre la cible et l'initiateur.

Dans ce cadre, on observe que :

- le cours de l'action MINT ayant pratiquement doublé entre le mois d'avril et le mois de septembre, après s'être remis de la chute des marchés à la suite du confinement, tout écart entre la valeur fondamentale et le cours de bourse à la date d'annonce du projet d'Offre est susceptible d'être réduit ;
- les activités de l'Initiateur ne le conduisent pas à pouvoir générer de synergies avec MINT ;

ce qui tend à justifier que la prime extériorisée par rapport au Prix d'Offre Actions soit limitée.

Sur la valeur du sous-jacent à prendre en compte pour l'évaluation des BSA

Le paragraphe 5.4 détaille le modèle d'évaluation ainsi que l'ensemble des paramètres retenus pour aboutir à la valeur théorique des BSA, qui incorpore une valeur temps tenant compte, notamment, de leurs caractéristiques en termes de durée de vie résiduelle et de volatilité.

L'Actionnaire individuel s'interroge sur le fait d'utiliser le Prix d'Offre Actions voire un Prix d'Offre Actions « non dilué »⁴⁴ comme valeur du sous-jacent pour calculer la valeur théorique du BSA.

Nous renvoyons au paragraphe 5.4.2 a) consacré spécifiquement à notre analyse de la valeur du sous-jacent à retenir pour calculer la valeur théorique du BSA, qui nous conduit à exclure la prise en compte du Prix d'Offre Actions.

Nous ajoutons que le Prix d'Offre Actions « non dilué » n'est pas non plus susceptible de constituer la valeur à retenir pour le sous-jacent car :

- 1/ Depuis l'émission des BSA, le cours de l'action MINT et sa volatilité prennent en compte l'effet de leur dilution.

⁴³ Un troisième facteur mis en avant dans les études consacrées aux primes de contrôle est « l'hypothèse d'hubris » qui regroupe l'ensemble des raisons difficilement objectivables, mais souvent liées à l'excès de confiance de l'acquéreur, qui pousse à surpayer une cible.

⁴⁴ Nous comprenons qu'il s'agit du Prix d'Offre Actions avant impact de la dilution calculé de la manière suivante : [Nombre de titres formant le capital de Mint x Prix d'Offre Actions + Nombre de BSA x Prix d'Offre BSA] / Nombre de titres formant le capital de Mint avant dilution des BSA qui s'élèverait à 10,44€.

- 2/ Tout investisseur acquérant une action ou un BSA MINT le fait donc en sachant que ses droits sur son actif net sont dilués par l'existence de ces bons. Pour l'exprimer autrement, en détenant une action immédiatement ou une action après exercice des bons, un investisseur appréhende le fait qu'il détiendra, in fine, un droit sur l'actif net de MINT rapporté à l'ensemble des actions formant son capital dilution liée aux BSA incluse.
- 3/ Retenir un Prix d'Offre Actions « non dilué » pour calculer la valeur des BSA reviendrait à considérer que les porteurs de BSA sont susceptibles d'appréhender un potentiel d'appréciation du cours de l'action MINT à partir d'un niveau théorique de l'action, qui n'est plus accessible depuis l'émission des BSA.

9. Conclusion

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat initiée par Mercure Energie, sur les actions et les BSA de MINT, au prix unitaire respectif de 10,0€ et 0,54€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéas 2, 4 et 5 du Règlement Général de l'AMF au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver.
- MINT a entamé depuis trois ans une reconversion réussie dans le domaine de la fourniture d'électricité. Elle enregistre ainsi une importante croissance, conjuguée avec des résultats volatils, à l'origine d'une forte dispersion des attentes des investisseurs quant à ses perspectives futures.
- Dans ce contexte, concernant l'appréciation du Prix d'Offre Actions :

- ✓ La mise en œuvre de la méthode DCF permet de tenir compte de manière explicite de l'ensemble des paramètres structurants de l'activité de MINT et de sa capacité à créer de la valeur dans le futur.

Les résultats de cette méthode extériorisent alors une prime comprise entre 10% et 22%, sur la base d'un plan d'affaires intégrant un important potentiel de croissance du chiffre d'affaires, grâce au développement de la base clients et à la diversification des services offerts, ainsi qu'une cible de marge intégrant, de manière cohérente, le cadre réglementaire de fixation des prix de l'électricité, la faiblesse des barrières à l'entrée dans le secteur et les coûts d'acquisition des clients à consentir pour atteindre les objectifs de croissance retenus.

- ✓ La référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 24% sur le cours précédent l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 21%, 31% et 62% pour les moyennes à 20, 60 et 120 jours.

Les primes les plus importantes sont extériorisées sur les références calculées sur les durées les plus longues, ce qui matérialise la forte progression enregistrée par le titre avant l'annonce du projet d'offre, dans un contexte où les limites à l'arbitrage sur l'action MINT favorise l'inclusion des opinions les plus positives dans le cours du titre.

Par ailleurs, le cours de l'action de MINT n'a jamais franchi le Prix d'Offre Actions depuis l'annonce du projet d'Offre dans un contexte d'échanges particulièrement importants représentant près d'un tiers du flottant.

- ✓ Le Dirigeant s'est engagé à apporter ses titres dans le cadre de l'Offre sans que l'analyse des accords connexes remettent en cause l'égalité de traitement entre les différents apporteurs de titres.

- Concernant l'appréciation du Prix d'Offre BSA :

- ✓ La référence au cours de bourse fait ressortir une prime de 46% sur le cours précédent l'annonce du projet d'Offre et respectivement de 28%, 37% et 68% pour les moyennes à 20, 60 et 120 jours.

Ces primes plus fortes que celles observées sur l'action traduisent l'effet levier inhérent à un instrument optionnel.

- ✓ La valeur théorique fait ressortir une prime comprise entre 24% et 31% en intégrant des paramètres cohérents avec ceux retenus pour déterminer la valeur intrinsèque des actions.
- ✓ Il est équivalent à la fois à la valeur du BSA en cas de conversion et d'apport des actions reçues à l'Offre et à ce que recevra le Dirigeant dans le cadre de son Engagement d'apport.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre Actions de 10,0€ et le Prix d'Offre BSA de 0,54€ sont équitables d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres MINT.

Fait à Paris, le 12 novembre 2020

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Teddy Guerineau

Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Cette mission a été dirigée par Teddy GUERINEAU (Associé), signataire du président rapport, qui dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière. Teddy Guerineau est diplômé de l'Université Paris-Dauphine (DESS 225).

Il a été assisté par deux analystes du cabinet, Yasmina Nadeau et Christine Tchou qui disposent respectivement de 5 ans et 1 an d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Didier Kling, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ancien Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, Président de la Chambre de Commerce de Paris Ile-de-France, expert judiciaire inscrit près la Cour d'appel de Paris agréé par la Cour de cassation.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué ;

- Au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.
- Au mois de juin 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société REOF Holding S.à r.l. sur les actions et les obligations convertibles de la société OFFICIIS Properties.
- Au moins de septembre 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée avec intention de retrait obligatoire, initiée par la société CEDYS & Co sur les actions de la société EVOLIS.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil, son président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet

d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006 mise à jour le 10 février 2020, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société MINT au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertises et Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 65.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Le temps consacré à la réalisation de cette mission d'expertise indépendante s'est élevé globalement à 270 heures.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant la Société
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi

- ✓ Analyse des données financières historiques
- ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au cours de bourse des actions et des BSA :
 - ✓ Analyse de la liquidité des actions et des BSA et des principaux événements ayant affecté leur cours de bourse
 - ✓ Analyse de la volatilité du cours des actions
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse des actions et des BSA
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Recherche de sociétés comparables
 - ✓ Analyse et comparaison des caractéristiques des sociétés comparables avec celles de la Société
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires de la Société
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale
 - ✓ Détermination du taux d'actualisation
 - ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- Méthode de la valeur théorique du BSA
 - ✓ Choix de la méthode optionnelle pertinente
 - ✓ Détermination des paramètres du modèle
- Analyse critique des travaux de l'Etablissement présentateur

Contact des tiers

- Prise de connaissance des courriers envoyés par les actionnaires minoritaires
- Analyse des éléments relatifs aux conditions financières de l'Offre contenus dans ces courriers
- Rédaction de nos observations concernant les points soulevés par les tiers

Réunion de travail et de présentation des conclusions avec le comité ad-hoc

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société

Calendrier de l'étude

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de MINT du 25 septembre 2020 qui nous a adressé une lettre de mission en date du 28 septembre 2020.

Notre mission s'est déroulée du 28 septembre 2020 au 12 novembre 2020, date à laquelle nous avons remis notre rapport et présenté nos conclusions au conseil d'administration de MINT. Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les membres du comité ad-hoc, le management de la Société, l'Etablissement présentateur ainsi qu'avec l'Initiateur.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

MINT

- M. Khaled Zourray : Président directeur général
- Mme Stéphanie Belles : Responsable comptable
- M. Bernat Rofes : administrateur indépendant – membre du comité ad hoc
- M. Lionel Le Maux : administrateur indépendant – membre du comité ad hoc

EODEN / Mercure Energie

- M. Gaël Joly : Managing Director

ODDO Corporate Finance :

- M. Romain Attard : Managing Director – Head of Public M&A / ECM France
- Mme Joséphine Schneider : Vice-Présidente
- Mme Jeanne Moullec : Associate

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Procès-verbaux du Conseil d'administration et de l'Assemblée générale de 2018 à 2020
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF
- Accords conclus entre l'Initiateur, la Société et le Dirigeant

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels et semestriels de 2014 à 2020
- Communiqués financiers de la Société de 2014 à 2020
- Plan d'affaires 2020-2025
- Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur
- Note d'analystes financiers sur MINT
- Publications de la CRE relatif à l'organisation du marché de l'électricité, au suivi des marchés et aux délibérations sur la fixation des tarifs.

Bases de données

- Bloomberg
- Refinitiv EIKON
- Epsilon Research

Annexe 2 : Lettre de mission



52 rue d'Odin
CS 40900
34965 Montpellier cedex 2
SIRET : 42271687800091

**Cabinet Didier Kling Expertise
& Conseil**
Monsieur Teddy Guerineau
8 Avenue Hoche
75008 Paris

Montpellier, le 28 septembre 2020

Cher Monsieur,

Mint (ex-Budget Telecom) est une société cotée sur Euronext Growth spécialisée dans la fourniture de services Energie et Telecom éco-responsables à destination de clients professionnels et particuliers.

Mercure Energie est une société par actions simplifiée dont le capital est intégralement détenue par Eoden, une société familiale portant des projets en France et en Europe qui agissent en faveur de la transition énergétique, agroécologique et environnementale.

Mercure Energie a annoncé le 25 septembre 2020 son intention de déposer une offre publique d'achat volontaire portant sur l'intégralité des titres de Mint, à l'exception des actions autodétenues et des 50.000 actions gratuites détenues par M. Kaled Zourray (l'« **Offre Publique** ») et, le cas échéant, la possibilité de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires sont réunies. A ce titre, Mint et Mercure Energie ont conclu un *Tender Offer Agreement* le 25 septembre 2020. Le principe de l'Offre Publique ainsi que l'accord susmentionné ont été approuvés à cette même date par les conseils d'administration de Mint et de Mercure Energie.

Dans ce cadre, un comité *ad hoc* a été constitué au sein du conseil d'administration de Mint avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux. Sur la base de votre proposition de services détaillée en date du 23 septembre 2020, le comité *ad hoc* vous a recommandé au conseil d'administration, qui vous a désigné en date du 25 septembre 2020.

A ce titre, nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité *ad hoc*.

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-I du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF ; l'instruction et les recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020.

Conformément à l'article 261-I III du règlement général de l'AMF, vous avez été désigné sur proposition d'un comité *ad hoc* composé de trois membres du conseil d'administration de Mint dont deux membres indépendants ; ce comité étant chargé d'assurer le suivi de vos travaux et de préparer un projet d'avis motivé.

MINT, SA au capital de 854 249,40 € euros immatriculée au RCS Montpellier sous le n° 422 716 878
Siège social : MINT - 52 RUE D'ODIN - CS 40900 - 34965 MONTPELLIER CEDEX 2

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Mint (i.e., des actions ordinaires et des bons de souscription d'actions) qui sera proposé aux actionnaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre Publique.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre de plusieurs dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- « les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa 1-2°) ;
- « lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa 1-4°) ;
- « lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » (alinéa 1-5°).

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non-exhaustive les étapes suivantes :

- Entretiens réguliers avec le management de Mint et le comité *ad hoc* ;
- Analyse des éléments prévisionnels de Mint (budget et plan d'affaires) ;
- Evaluation des titres de Mint en application de la réglementation applicable (approche multicritères détaillée ci-après) ;
- Prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre (ODDO BHF SCA) ;
- Gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- Rédaction de votre rapport.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Mint. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« *Discounted Cash-Flow* ») ;
- Analyse de sociétés cotées comparables ;
- Comparaison avec des transactions récentes du secteur ; et
- Analyse du cours de bourse.

Nous nous engageons à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

MINT, SA au capital de 854 249,40 € euros immatriculée au RCS Montpellier sous le n° 422 716 878
Siège social : MINT - 52 RUE D'ODIN - CS 40900 - 34965 MONTPELLIER CEDEX 2



L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

A cet égard, nous envisageons le calendrier d'Offre Publique suivant :

- Semaine du 28 septembre : remise de l'ensemble des informations nécessaires à vos travaux ;
- Semaine du 5 octobre : premier entretien avec les membres du comité *ad hoc* ;
- Semaine du 12 octobre ou du 19 octobre : second échange avec les membres du comité *ad hoc* ;
- Semaine du 26 octobre : dernier entretien avec les membres du comité *ad hoc* et présentation de vos conclusions ;
- 30 octobre : finalisation de vos travaux et remise de votre rapport final au conseil d'administration de Mint ; et
- 3 novembre : Dépôt du projet d'Offre Publique, du projet de note d'information et du projet de note en réponse incluant votre rapport auprès de l'AMF.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis.

Conflit d'intérêt

Nous comprenons que le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son président, ses associés et collaborateurs sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces sociétés et 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 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « *bon pour accord* ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées,

Paris le 29 septembre 2020
bon pour accord

DIDIER KLING EXPERTISE & CONSEIL
28, avenue Hoche
75008 PARIS
Tel : 01 42 89 28 66

Monsieur Kaled Zourray
Président-Directeur Général de Mint

MINT
52 rue d'Odin
CS 40900
34965 Montpellier cedex 2
Tél. : 04 99 77 21 40
SIRET : 422 716 878 00091
www.mint-sa.fr



ANNEXE 2 – ADDENDUM DE L’EXPERT INDEPENDANT

Addendum au rapport en date du 12 novembre 2020

Dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par la société Mercure Energie visant les actions et les bons de souscription d'actions émis par la société MINT

Postérieurement à la remise de notre rapport d'expertise indépendante (ci-après, le « **Rapport** »), en date du 12 novembre 2020, dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par la société Mercure Energie, visant les actions et les bons de souscription d'actions émis par la société MINT, il nous a été transmis deux courriers : l'un du Groupe d'actionnaires minoritaires concernant le Prix d'Offre Actions, l'autre de l'Actionnaire individuel sur le Prix d'Offre BSA.

Nous avons examiné et apprécié l'ensemble des éléments financiers résultant de ces écrits qui appellent les commentaires suivants de notre part.

1. Observations reçues sur le Prix d'Offre Actions

En premier lieu, le Groupe d'actionnaires minoritaires indique que le Rapport laisserait entendre qu'il nous demandait d'utiliser « *le taux de marge extraordinaire du 1^{er} semestre 2020 dans nos analyses* ».

C'est inexact car nous écrivons en page 52 que le Groupe d'actionnaires minoritaires nous a transmis des « *objectifs de marge, qui correspondent en fait à celle du cabinet GreenSome Finance* ».

En deuxième lieu, le Groupe d'actionnaires minoritaires conteste notre analyse de l'exposition de MINT à la volatilité des prix de marché, sur la base de son communiqué du 15 avril 2020, dont l'extrait pertinent est le suivant :

« la Société est faiblement présente sur les marchés des entreprises. Dans le contexte actuel, ce mix clients est un atout décisif limitant l'exposition de la société à la baisse de la demande B to B et aux risques de défaut de paiement.

Il lui permet d'être très marginalement exposé à un risque de marché résultant de l'achat à terme d'électricité dans le cadre du mécanisme ARENH (...) Dans le contexte actuel de baisse des prix du marché, certains fournisseurs pourraient devoir vendre à perte sur le marché, du fait de la forte baisse conjuguée de la consommation du secteur B to B et des prix de marché. Au contraire, en tant que fournisseur implanté quasi-exclusivement sur le marché résidentiel, et avec une part importante de son approvisionnement indexé sur les prix de marché, Mint bénéficie à la fois d'une baisse de ses coûts d'approvisionnement et d'une hausse de la consommation liée au confinement » (gras et soulignement ajoutés par nous).

Il y a donc de la part du Groupe d'actionnaires minoritaires une mauvaise compréhension de la portée du communiqué de MINT du 15 avril 2020. Ce communiqué visait la situation des fournisseurs ayant une clientèle d'entreprises qui se trouvaient, **dans le cadre du confinement**, confrontés à une baisse de la demande de leurs

clients, alors qu'ils s'étaient engagés à des achats pour une quantité donnée et à prix fixe dans le cadre du mécanisme de l'ARENH.

Ces fournisseurs étaient ainsi exposés au risque de devoir revendre une partie de leurs achats sur les marchés, à un moment où la demande était faible, à un prix inférieur à leur coût d'approvisionnement. MINT a effectivement été immunisé de ce risque **sur le 1^{er} semestre 2020** car sa clientèle est résidentielle.

Toutefois, cela ne signifie aucunement que le modèle économique de MINT serait parfaitement **immunisé contre tout risque de variation des prix de marché**, alors que ses achats à prix fixe dans le cadre du mécanisme de l'ARENH ne représentent qu'une fraction de ses besoins.

S'il y avait un doute sur ce point, il suffirait, par exemple, de se reporter à la délibération de la CRE n°2019-139 du 25 juin 2019 qui indique à sa page 13 : « *dans une activité peu capitalistique comme c'est le cas de l'activité de fourniture sur le marché de détail de l'électricité, la rémunération normale ne peut être évaluée comme une rémunération d'une base d'actifs mais doit être considérée comme une **marge dite « at risk » qui a vocation à couvrir**, outre la rémunération des capitaux engagés dans l'activité de commercialisation, **les risques supportés par le fournisseur en tant que commercialisateur** »* (gras et soulignement ajoutés par nous).

Les risques énumérés par la CRE représentent, en particulier, des risques de variation de l'offre et de la demande, au niveau du fournisseur ou du marché, susceptibles d'entraîner des surcoûts d'approvisionnement sur les marchés.

En troisième lieu, le Groupe d'actionnaires minoritaires réitère son analyse selon laquelle le cours du titre MINT aurait atteint l'objectif de cours de 10,87€ du cabinet GreenSome, en l'absence d'annonce concomitante de l'Offre et de ses résultats du 1^{er} semestre 2020, et que c'est sur cette base qu'une prime de contrôle aurait dû être appliquée.

Nous ne pouvons certes pas exclure complètement la possibilité que l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2020 auraient pu être saluée par une hausse des cours, dans un contexte de forte dispersion des attentes des investisseurs et de limites à l'arbitrage concernant le titre MINT.

Toutefois, nous ne considérons pas que cette annonce concomitante ait faussé l'appréciation que l'on est susceptible de faire de la référence au cours de bourse au regard des trois éléments suivants cités à la page 53 du Rapport :

- La publication des résultats du 1^{er} semestre 2020 n'apportait pas véritablement d'éléments nouveaux par rapport à ce qui était indiqué dans le communiqué relatif au chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2020. En particulier, le montant de la marge brute de 5,2 m€, correspondant à un taux exceptionnel de 19%, était indiqué explicitement en début de communiqué.
- Depuis la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2020, le titre MINT avait déjà progressé de +28%.
- Le cours du titre MINT est resté inférieur au Prix d'Offre Actions, alors que rien ne l'empêchait de franchir ce seuil, si les investisseurs avaient estimé que le Prix d'Offre

Actions ne reflétait pas l'ensemble des informations positives relatives à ce titre. Remarquons à ce propos, qu'il aurait été d'autant plus facile de franchir ce seuil que les investisseurs disposaient d'un plancher à 10€, correspondant au Prix d'Offre Actions, pour les protéger en cas d'erreur dans leurs anticipations.

Le Groupe d'actionnaires minoritaires énonce, sur ce point, un argument supplémentaire contradictoire consistant à dire que le maintien du cours en deçà du Prix d'Offre Actions dans le cadre d'un volume particulièrement important sur une durée aussi courte résulterait évidemment « *d'un effet d'aubaine classique suite à l'annonce d'un projet d'Offre pour des gros porteurs (type ODDO et autres) acquérant un maximum de titres en vue de les apporter à l'Offre et prenant au passage avec un risque quasi néant une rémunération de plus de 3% sur la durée de l'Offre* ».

Cet argument est contradictoire car le **flux d'achat** en provenance de fonds spécialisés en « merger arbitrage » **alimente la hausse et non la baisse** du cours de l'action MINT.

Si le cours s'est maintenu en deçà du Prix d'Offre Actions c'est que **malgré leur intervention** un nombre significatif d'actionnaires a décidé de céder leurs titres à un cours inférieur au Prix d'Offre Actions, préférant ne pas courir le risque que l'Offre échoue et que le cours revienne à son niveau antérieur à l'annonce du projet d'offre, nonobstant l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2020, largement anticipable lors de l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2020.

En quatrième lieu, le Groupe d'actionnaires minoritaires considère que le taux de marge d'EBITDA de 2,4% sur lequel converge le plan d'affaires de MINT est insuffisant.

Sur ce point, nous rappelons que l'analyse présentée au paragraphe 2.2 du Rapport montre en substance que :

- le TRVE n'est destiné qu'à hauteur d'environ 14% à couvrir les coûts propres des fournisseurs d'électricité sur le marché résidentiel ;
- la décote offerte par les fournisseurs alternatifs a progressé de manière à représenter actuellement en moyenne entre 6,5% et 8,5% du TRVE ;
- l'absence de barrières à l'entrée a conduit à une augmentation continue du nombre d'opérateurs (29 au 2^{ème} trimestre 2020), ce qui laisse supposer que cette pression concurrentielle n'a pas de raison de s'estomper ;

de telle sorte que la marge brute des fournisseurs d'électricité est limitée sur le marché résidentiel entre 5,5% (14% - 8,5%) et 7,5% (14% - 6,5%) s'ils souhaitent, comme MINT, s'inscrire dans une stratégie de croissance de leur parc d'abonnés.

Or, le plan d'affaires de MINT retient que ce taux de marge brut convergera vers un niveau de 8,0%, soit le haut de cette fourchette, lui permettant d'obtenir un taux de marge d'EBITDA de 2,4% compte tenu des coûts propres qu'elle doit supporter (coûts d'acquisition des clients, impayés, frais de gestion de la base clientèle...).

Le Groupe d'actionnaires minoritaires ajoute que ce taux de 2,4% serait incohérent avec les taux observés au 1^{er} semestre 2020 et au cours de l'exercice 2019.

Cette analyse ne peut pas être retenue car elle se fonde sur un historique particulièrement court tenant compte de la marge exceptionnelle du 1^{er} semestre 2020, sans citer la marge d'EBITDA négative de -10,1% enregistrée en 2018.

Cette année-là MINT avait souffert d'un environnement de prix de marché défavorable, à l'exacte inverse de la situation du 1^{er} semestre 2020, ce qui illustre bien, d'ailleurs, sa forte exposition à la volatilité des prix de marché.

Finalement, on peut citer à nouveau la délibération de la CRE n°2019-139 du 25 juin 2019 qui indique : « *ces analyses avaient fait apparaître qu'une marge de l'ordre de 2%, en plus de la prise en compte de l'espérance des risques supportées au titre de l'approvisionnement (risque thermosensible, etc.), était appropriée à l'activité de fourniture* » (gras ajouté par nous).

Le taux de marge d'EBITDA de 2,4% sur lequel converge le plan d'affaires paraît donc pertinent.

2. Observations reçues sur le Prix d'Offre BSA

L'Actionnaire minoritaire réitère que la valeur théorique du BSA devrait être établie en retenant une valeur du sous-jacente égale au Prix d'Offre Actions, voire une valeur supérieure, tout en notant que sur dix opérations récentes, la totalité, sauf deux exceptions, a retenu une valeur du sous-jacent inférieure au prix d'offre pour les actions.

Comme indiqué aux paragraphes 5.4.2 a) et 8 du Rapport, nous considérons que la valeur du sous-jacent à retenir doit correspondre à la valeur de marché de l'action¹, qui correspond, au cas d'espèce, au résultat de la méthode intrinsèque des DCF, qui permet de tenir compte de manière explicite des différents paramètres de valorisation de la société et de s'assurer de la cohérence entre la valorisation des actions et des BSA dans une optique d'égalité de traitement des actionnaires.

Par ailleurs, le Prix d'Offre Actions permet aux actionnaires d'accéder ponctuellement à une prime qu'on ne peut justifier :

- ni par des synergies dont MINT pourrait bénéficier une fois l'offre réussie, l'Initiateur n'étant encore qu'une holding sans autres activités ;
- ni comme une compensation pour tenir compte du fait que le cours du titre aurait été très en deçà de sa valeur intrinsèque avant le projet d'Offre car :
 - ✓ tout d'abord, on constate que le résultat de la méthode des DCF (qui définit la valeur intrinsèque des actions) n'est que légèrement supérieur au prix spot à l'annonce du projet d'offre (8,64€ en valeur centrale vs 8,05€) ;
 - ✓ ensuite, le cours de bourse de MINT a presque doublé entre le 30 avril, c'est-à-dire postérieurement à la période de rebond qui a suivi la forte chute liée au confinement, et la date d'annonce du projet d'Offre ;

¹ C'est-à-dire la valeur à partir de laquelle la volatilité est susceptible de s'appliquer, une fois l'Offre clôturée, compte tenu des informations révélées au marché par l'Offre.

- ✓ enfin, le cours de bourse de MINT, postérieurement à l'annonce de l'Offre, reste en deçà du Prix d'Offre Actions, en dépit d'échanges très importants

Or, si la valeur de marché du titre était égale au Prix d'Offre Actions, le cours se serait calé sur le niveau de 10€, nonobstant la probabilité d'échec de l'Offre.

Le Prix d'Offre Actions ne nous paraît donc pas pouvoir être considéré comme la valeur de marché à partir duquel le cours du titres MINT évoluerait à partir de la clôture de l'Offre et donc comme la valeur du sous-jacent pour la détermination de la valeur théorique des BSA.

Le pourcentage de dilution que la conversion des BSA est susceptible d'entraîner n'a pas d'effet sur ce raisonnement dans un contexte où les paramètres de marché utilisés pour calculer la valeur des BSA sont observés très postérieurement à l'émission des BSA (en particulier la volatilité) et prennent donc en compte les effets de cette dilution.

Nous notons par ailleurs que le cours des BSA est resté inférieur au Prix d'Offre BSA à l'exception d'une brève hausse en cours de séance à 0,55€ le 30 septembre 2020, malgré les volumes très importants échangés depuis lors, ce qui laisse supposer que les investisseurs ne considèrent pas que la valeur des BSA doive être dérivée du Prix d'Offre Actions en tenant compte au surplus d'une valeur temps.

Sur la base de ces éléments complémentaires, nous réitérons notre conclusion selon laquelle le Prix d'Offre Actions de 10,0€ et le Prix d'Offre BSA de 0,54€ sont équitables d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres MINT.

Fait à Paris, le 1^{er} décembre 20

L'Expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil



Teddy Guerineau