

Avis et communications

AVIS DIVERS

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE

Avis n° 2011-A-1 du 8 avril 2011 de la Commission des participations et des transferts relatif à une offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF des actions de EDF Energies nouvelles

NOR : EFIT1110007V

La Commission émet l'avis suivant :

I. – Par lettre en date du 6 avril 2011, la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a saisi la Commission, en application des articles 2 et 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 susvisée, du projet de EDF de lancer une opération de rachat des actions que le groupe ne détient pas au capital de EDF Energies nouvelles par le biais d'une offre publique simplifiée alternative en numéraire ou en actions de EDF.

L'Etat détient à l'heure actuelle 84,48 % du capital de EDF. L'opération présentée à la Commission, impliquant l'émission d'actions nouvelles, est de nature à entraîner une dilution de la participation de l'Etat d'au maximum 1,6 %, celui-ci conservant toutefois, après la réalisation de la transaction, plus de 70 % du capital social de EDF conformément à l'article 24 de la loi du 9 août 2004 susvisée. L'opération est soumise à l'avis de la Commission en vertu de l'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée.

L'ouverture minoritaire du capital de la société Electricité de France a été autorisée par le décret du 7 juillet 2005 susvisé.

L'opération devra être soumise à l'approbation de la Commission européenne.

II. – EDF est entré en 2000 à hauteur de 50 % au capital de la société SIIF Energies, qui avait été créée en 1990 par M. Pâris Mouratoglou et orientée progressivement vers le marché des énergies renouvelables. En 2004, le nom de la société a été changé en EDF Energies nouvelles puis elle a été introduite en Bourse en novembre 2006. Un pacte d'actionnaires a été conclu entre EDF et le groupe Mouratoglou, dont la dernière version a fait l'objet d'une information publiée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 29 octobre 2010.

Le capital de EDF Energies nouvelles est actuellement réparti de la façon suivante :

- groupe EDF : 50 % (et 50,2 % des droits de vote) ;
- groupe Mouratoglou : 25,1 % (et 25,2 % des droits de vote) ;
- public : 24,5 % (et 24,6 % des droits de vote) ;
- autocontrôle : 0,4 %.

Le groupe EDF détient le contrôle opérationnel de EDF Energies nouvelles et consolide la société par intégration globale dans ses comptes.

Le secteur des énergies renouvelables est affecté de profondes évolutions : forte croissance de la demande de capacité au niveau mondial, augmentation de la taille et complexité accrue des projets, émergence de grands acteurs globaux. Dans ce contexte, EDF propose aux autres actionnaires de EDF Energies nouvelles de leur acheter leurs participations en vue d'intégrer au groupe EDF cette société. Pour EDF, cette évolution vise à permettre de dégager des synergies opérationnelles et financières, de définir une stratégie globale cohérente et de répondre aux attentes des clients.

L'opération envisagée consiste en une offre publique simplifiée alternative en numéraire ou en actions dans les conditions suivantes :

- offre publique d'achat simplifiée en numéraire au prix de 40 € par action EDF Energies nouvelles, coupon 2010 détaché ;
- offre publique d'échange alternative de 13 actions EDF, coupon 2010 détaché, pour 11 actions EDF Energies nouvelles, coupon 2010 détaché.

Les actionnaires de EDF Energies nouvelles pourront choisir l'une ou l'autre, ou une combinaison des deux offres.

La Commission a été informée par EDF que le groupe Mouratoglou a décidé de s'engager irrévocablement à apporter à l'offre la totalité de sa participation dans EDF Energies nouvelles, soit 25,1 % du capital, à raison de 50 % à l'offre en numéraire et 50 % à l'offre en titres.

En cas de succès de l'offre, EDF se réserve la faculté de proposer une fusion de EDF et de EDF Energies nouvelles dans les douze mois ainsi que de mettre en œuvre à tout moment un retrait obligatoire des actions EDF Energies nouvelles à l'issue d'une offre publique de retrait dans les conditions prévues à l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

EDF a déclaré par ailleurs son intention de procéder, à la suite de l'opération, à des rachats sur le marché de ses propres actions en vue de les annuler afin de compenser exactement la dilution subie par les actionnaires du fait de l'augmentation de capital entraînée par la remise d'actions nouvelles de EDF dans l'offre alternative d'échange.

III. – EDF Energies nouvelles est un des principaux acteurs de la production d'énergies renouvelables. Opérateur intégré, il assure le développement, le financement, la construction, l'exploitation et la maintenance de ses installations. Le groupe est présent dans 13 pays en Europe (66 % du chiffre d'affaires en 2010) et en Amérique du Nord (34 %) avec notamment l'acquisition en 2002 aux Etats-Unis de la société enXco (spécialisée dans l'éolien).

EDF Energies nouvelles est principalement présent dans l'éolien, qui représente 85 % de ses capacités installées, qui sont de 3 335 MW au total. Il développe depuis 2007 la filière solaire photovoltaïque (centrales au sol et toitures), qui représente 8 % des capacités mais qui est en forte progression. Le groupe est également actif dans les autres filières : hydraulique, biogaz, biomasse.

Le groupe présente son activité selon quatre pôles :

- la production (29,3 % du chiffre d'affaires en 2010) a enregistré une augmentation de 27 % en 2010 avec la mise en service progressive de nouvelles capacités dans l'éolien et le solaire ;
- l'exploitation-maintenance pour compte de tiers (3,5 % du chiffre d'affaires) a connu une forte progression de 60 % en 2010 en raison principalement du renforcement du groupe dans la société Reetec ;
- le développement-vente d'actifs structurés (45,4 % du chiffre d'affaires) a progressé de 43 % en 2010 grâce aux cessions de tranches dans les filières solaire en Europe et éolienne aux Etats-Unis ;
- les énergies réparties (21,8 % du chiffre d'affaires), qui regroupent les installations principalement solaires auprès des particuliers et des professionnels, ont augmenté de 23 %.

Sur les trois derniers exercices, le chiffre d'affaires consolidé a progressé de 16 % en 2009 et de 34 % en 2010 pour atteindre 1,57 milliard d'euros. L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) a augmenté respectivement de 47 % et de 36 % en 2009 et 2010 et est de 455 millions pour 2010. Le résultat net consolidé, part du groupe, qui était en hausse en 2009 de 39 %, n'a progressé en 2010 que de 8 %, à 106 millions, en raison des provisions et dépréciations sur les activités de bois énergie et de pompes à chaleur et sur des participations minoritaires.

Le bilan consolidé de EDF Energies nouvelles, d'un total de 7,2 milliards d'euros, fait apparaître au 31 décembre 2010 des capitaux propres de 1,6 milliards d'euros. Le montant de l'endettement financier (3,7 milliards d'euros) est élevé mais comprend pour 2,3 milliards des concours bancaires sous forme de « financements de projets » à recours limités vis-à-vis du groupe. EDF Energies nouvelles emploie environ 2 800 personnes.

EDF Energies nouvelles a annoncé une prévision de croissance d'au moins 23 % de son EBITDA en 2011 et a confirmé son objectif opérationnel d'une capacité installée de 4 200 MW fin 2012, la moitié de la croissance étant assurée par la filière solaire photovoltaïque. Le groupe indique qu'une analyse individuelle des projets sera nécessaire pour en définir la faisabilité à l'issue du moratoire institué par le décret du 10 septembre 2010 susvisé.

IV. – EDF (Electricité de France) a été constitué en 1946 sous forme d'établissement public à caractère industriel et commercial, à la suite de la nationalisation des secteurs du gaz et de l'électricité. La loi du 9 août 2004 susvisée l'a transformé en société anonyme et ses actions ont été introduites en Bourse en novembre 2005.

Le capital de EDF est actuellement réparti de la manière suivante :

- Etat français : 84,48 % ;
- salariés : 2,43 % ;
- flottant : 13,08 % ;
- autocontrôle : 0,01 %.

Le groupe EDF est un énergéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité, régulés (transport et distribution) et non régulés (production, commercialisation et négoce). Il est l'acteur principal du marché français de l'électricité et il détient des positions fortes sur deux autres des principaux marchés européens : l'Italie (avec Edison) et le Royaume-Uni (avec EDF Energy). Le groupe EDF sert près de 28 millions de clients en France.

Au cours des derniers mois, le périmètre des activités de EDF a connu plusieurs évolutions significatives avec la cession des réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni, le réaménagement des relations avec

le groupe Constellation aux Etats-Unis, le rachat de la participation de EDF en Allemagne dans EnBW par le Land de Bade-Wurtemberg et l'affectation de 50 % du capital de RTE-EDF Transport au portefeuille d'actifs dédiés au démantèlement des installations nucléaires.

En France, grâce à l'importance des parcs nucléaire (plus de 80 % de la production d'électricité) et hydraulique (plus de 7 %), EDF dispose d'un outil de production affecté de faibles coûts variables, dont l'exposition est limitée aux fluctuations des marchés des hydrocarbures et qui pour 95 % n'émet pas de CO₂.

Le groupe EDF est également le premier opérateur de réseaux en Europe. Le réseau de transport a été filialisé dans RTE-EDF Transport en 2005. Conformément aux dispositions de la loi du 9 août 2004 susvisée, RTE-EDF Transport exploite, entretient et développe le réseau de transport d'électricité en toute indépendance de EDF et en garantissant l'accès aux utilisateurs sur des bases non discriminatoires. EDF est par ailleurs concessionnaire des réseaux de distribution de la plupart des communes françaises.

Au cours de l'exercice 2010, le chiffre d'affaires s'est élevé à 65 milliards d'euros, en augmentation de 10,2 % par rapport à 2009 (5,2 % en croissance organique). La progression est particulièrement due à l'activité en Italie (+ 16 %) et en France (+ 6 %) ; elle a été confortée par l'acquisition de SPE en Belgique.

L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) a progressé en 2010 de 4,4 % à 16,6 milliards d'euros. Il a notamment été affecté par la contraction des marges en Italie et l'arrêt d'une centrale nucléaire au Royaume-Uni.

Le résultat d'exploitation (EBIT) pour 2010 s'est élevé à 6,2 milliards d'euros, en baisse de 33 % en raison de l'importance des provisions pour risques et des dépréciations d'actifs, principalement aux Etats-Unis et en Italie.

Le résultat net de l'exercice 2010 est de 1 milliard d'euros, en baisse de 74 % par rapport à 2009 pour les mêmes raisons.

Au 31 décembre 2011, les fonds propres du groupe EDF s'élèvent à 36,9 milliards d'euros (+ 6,4 %) et l'endettement financier net a été réduit à 34,4 milliards (- 19 %) du fait des opérations qui ont été décrites (cessions et déconsolidation de RTE-EDF Transport).

Le groupe EDF a indiqué ses objectifs financiers pour 2011 consistant en une croissance organique de l'EBITDA comprise entre 4 et 6 % et un ratio d'endettement financier net sur EBITDA compris entre 2 et 2,2.

L'évolution du groupe EDF se trouve actuellement confrontée à des incertitudes importantes, en particulier dans trois domaines : fixation des tarifs de l'électricité, mise en place de la nouvelle organisation du marché (loi NOME), conséquences sur le secteur nucléaire en France et à l'étranger de l'impact de l'incident de Fukushima.

V. – L'article 3 de la loi du 6 août 1986 susvisée prévoit que dans le cas d'espèce l'évaluation à laquelle doit procéder la Commission porte sur la parité ou le rapport d'échange.

S'agissant d'une opération qui comprend une offre à deux branches, en numéraire et en actions, la Commission a été conduite à apprécier non seulement le rapport d'échange mais aussi la valeur intrinsèque de la société EDF Energies nouvelles afin de mesurer l'impact global de la transaction sur les intérêts patrimoniaux de l'Etat.

Conformément à la loi, la Commission a procédé à son évaluation en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport des banques conseils d'EDF. Ce rapport utilise en particulier le plan à moyen terme établi par le management de EDF Energies nouvelles couvrant les années 2011 à 2013 et qui a été présenté au conseil d'administration. Les banques ont considéré séparément l'offre d'achat et l'offre d'échange. Les évaluations sont ajustées le cas échéant des dividendes.

a) Pour apprécier les conditions de l'offre d'achat, les banques ont évalué EDF Energies nouvelles selon trois méthodes principales :

- le cours de Bourse : observant que la valorisation boursière est une référence pertinente au regard du flottant et de la liquidité des actions de la société, les banques ont retenu des moyennes boursières à 30 jours, 60 jours et 6 mois ;
- les multiples boursiers de sociétés comparables : les banques ont retenu comme comparables EDP Renovaveis et Enel Green Power (voir l'alinéa suivant pour Iberdrola Renovables). Elles ont retenu les multiples valeur d'entreprise/EBITDA et valeur d'entreprise/capitaux employés, sur les années 2011 et 2012.
- les multiples résultant d'une transaction comparable : les banques ont retenu la transaction annoncée le 8 mars 2011 de Iberdrola sur Iberdrola Renovables qui présente des caractéristiques proches. Elles ont retenu les multiples valeur d'entreprise/EBITDA et valeur d'entreprise/capitaux employés, sur les années 2011 et 2012.

Les banques ont par ailleurs étudié l'ensemble des 19 notes d'analystes financiers sur la valeur, parues tant avant qu'après le début de l'incident de Fukushima.

A titre indicatif, les banques ont considéré l'application de la méthode de l'actualisation des flux mais elles observent qu'en raison du caractère durablement négatif des flux libres après investissement, cette évaluation suppose des hypothèses structurantes à long terme sur la stratégie d'investissement de l'entreprise.

Des analyses de sensibilité des évaluations aux différents paramètres utilisés ont été réalisées.

Sur ces bases, les banques présentent des fourchettes d'évaluation de EDF Energies nouvelles largement convergentes. Toutefois, la valorisation résultant des multiples boursiers est sensiblement inférieure, ce que les banques expliquent par l'écart de rentabilité et de perspectives de croissance de ces comparables avec EDF Energies nouvelles.

b) Pour apprécier les conditions de l'offre d'échange, les banques ont eu recours à cinq approches principales :

- parité des cours de Bourse : les banques étudient les moyennes de cours des deux sociétés sur 30 jours, 60 jours, 6 mois, 9 mois et 12 mois ;
- parité des cours cibles des analystes financiers : pour EDF, les banques ont retenu 32 notes d'analystes financiers sur la valeur, parues tant avant qu'après le début de l'incident de Fukushima ;
- parité du bénéfice net courant par action et de l'actif net par action ;
- référence à une transaction comparable : pour EDF Energies nouvelles, les banques étudient la prime induite par l'offre de Iberdrola sur Iberdrola Renovables et elles retiennent pour EDF un échantillon de 22 transactions sur les dix dernières années impliquant les principaux énergéticiens européens ;
- multiples boursiers de sociétés comparables : pour EDF ont été retenus les principaux énergéticiens européens (Iberdrola, Enel, E.On, Fortum, Verdund, GDF Suez, Scottish & Southern et RWE). Les multiples considérés sont ceux de valeur d'entreprise / EBITDA sur les années 2011 et 2012.

A titre indicatif, les banques ont considéré l'application de la méthode de l'actualisation des flux, mais elles observent que, en plus des difficultés inhérentes à l'évaluation de EDF Energies nouvelles déjà mentionnées, l'évaluation d'EDF selon cette méthode est également difficile dans le contexte présent, caractérisé, comme il a déjà été mentionné, par les incertitudes sur les conséquences de la réforme du marché de l'électricité résultant de la loi du 7 décembre 2010 susvisée, sur l'impact de l'incident de Fukushima quant aux programmes nucléaires en France et à l'étranger et sur les programmes d'investissement à moyen et long terme du groupe.

Sur ces bases, les banques présentent des parités entre EDF Energies nouvelles et EDF largement convergentes. Toutefois, l'application des multiples boursiers conduit à une parité sensiblement inférieure pour les motifs évoqués au point a.

En synthèse de leurs travaux, les banques concluent que l'offre en numéraire de 40 euros par action de EDF Energies nouvelles apparaît en ligne avec les références de valorisation intrinsèques et qu'elle offre une prime supérieure à 8 % sur les cours de Bourse récents. Elles concluent que la parité d'échange proposée n'extériorise pas de prime sur les cours historiques et fait même apparaître une décote sur les cours récents. Les banques concluent globalement à un impact positif de l'opération sur le bénéfice net par action de EDF en année pleine, avant même prise en compte des synergies et du rachat d'actions.

VI. – La Commission observe que le cours de Bourse de EDF Energies nouvelles a connu depuis son introduction en Bourse fin 2006 des fluctuations importantes entre des niveaux dépassant 50 euros fin 2007 et inférieurs à 20 euros fin 2008. Depuis deux ans, le cours évolue dans une fourchette de 28 à 40 euros. Il a retrouvé la zone supérieure de cette fourchette depuis l'incident de Fukushima. Si le cours de EDF Energies nouvelles a été corrélé jusqu'à fin 2008 avec celui du secteur de l'électricité, en particulier avec le cours de EDF, les évolutions respectives ont ensuite divergé, EDF Energies nouvelles s'appréciant de plus de 30 % tandis que EDF cédait à l'inverse plus de 30 %.

La référence aux cours de Bourse constitue un élément déterminant de l'opération, ce qui est naturel s'agissant d'une offre publique d'achat ou d'échange qui ne peut être proposée aux investisseurs que sur la base des cours de Bourse récents et en offrant une prime. La Commission observe que l'évolution des cours de Bourse des deux sociétés paraît significative en raison des volumes du flottant et des transactions quotidiennes. En particulier, ces cours ne semblent, ni dans un cas ni dans l'autre, être affectés par des mouvements de nature spéculative à court terme. Leur évolution récente paraît en fait traduire les perspectives de développement du secteur des énergies renouvelables d'une part et les incertitudes précédemment mentionnées concernant EDF d'autre part.

La comparaison des conditions envisagées pour l'offre avec celles de l'opération menée actuellement par Iberdrola de rachat des intérêts minoritaires de sa filiale Iberdrola Renovables ne fait pas apparaître d'incohérence entre les deux transactions. Les primes de l'offre envisagée sur EDF Energies nouvelles sont légèrement inférieures à celles sur Iberdrola Renovables par rapport à différentes moyennes des cours de Bourse.

Les méthodes d'évaluation intrinsèques permettent d'établir des fourchettes de valorisation de EDF Energies nouvelles et de la parité de cette société et de EDF qui sont cohérentes avec les constatations résultant des analyses boursières. Ces méthodes présentent néanmoins des limites. D'une part, l'actualisation des flux est en pratique peu pertinente en raison de flux de trésorerie rendus durablement négatifs par l'ampleur des investissements chez EDF Energies renouvelables. D'autre part, si le niveau de l'offre peut apparaître généreux en référence à une évaluation par les multiples de sociétés comparables, les sociétés en question, au demeurant peu nombreuses, ne présentent pas les mêmes profils à court terme de croissance et de résultat.

La Commission a par ailleurs pris en considération les synergies et l'intérêt stratégique de l'opération pour EDF.

Les montants de synergies qui lui ont été communiqués sont significatifs et concernent tant les synergies opérationnelles (études, recherche développement en particulier) que les synergies financières, le mode de financement externe actuel de EDF Energies nouvelles étant coûteux en raison de sa nature (financement de projet).

Du point de vue stratégique, l'opération va permettre à EDF d'intégrer l'activité de EDF Energies nouvelles. Le groupe pourra ainsi conduire une stratégie globale cohérente portant sur toutes les formes de production d'énergie. Il sera à même de mieux définir sa politique d'investissement. Il devrait pouvoir mieux répondre à la demande croissante, en volume et en complexité, pour les énergies nouvelles.

Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission ESTIME QUE LES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIÉE D'ACHAT OU D'ÉCHANGE PAR EDF DES ACTIONS ÉNERGIES NOUVELLES, TELLES QUE DÉCRITES AU POINT II DU PRÉSENT AVIS, NE SONT PAS DÉFAVORABLES AUX INTÉRÊTS PATRIMONIAUX DE L'ÉTAT.

La Commission émet en conséquence un avis favorable au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis.