

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2007 - A. - 6 du 30 novembre 2007

relatif à une cession sur le marché de titres de EDF

La Commission,

Vu la lettre en date du 30 novembre 2007 par laquelle la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de EDF ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations et le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de ladite loi ;

Vu la loi modifiée n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu la loi modifiée n° 2000-108 du 10 février 2000 relative à la modernisation et au développement du service public de l'électricité ;

Vu la loi modifiée n° 2003-8 du 3 janvier 2003 relative aux marchés du gaz et de l'électricité et au service public de l'énergie ;

Vu la loi modifiée n° 2004-803 du 9 août 2004 relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières ;

Vu la loi n° 2005-781 du 13 juillet 2005 de programme fixant les orientations de la politique énergétique ;

Vu la loi n° 2006-1537 du 7 décembre 2006 relative au secteur de l'énergie ;

Vu le décret n° 2000-456 du 29 mai 2000 relatif à l'éligibilité des consommateurs d'électricité, modifié en dernier lieu par le décret n° 2007-1058 du 29 juin 2007 ;

Vu le décret n° 2004-1224 du 17 novembre 2004 portant statuts de la société anonyme Electricité de France ;

Vu le décret n° 2005-761 du 7 juillet 2005 autorisant une ouverture minoritaire du capital de Electricité de France ;

Vu la décision du 23 septembre 2005 du Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie et du Ministre délégué à l'industrie approuvant les tarifs d'utilisation des réseaux publics de transport et de distribution d'électricité ;

Vu l'arrêté du Ministre délégué à l'industrie du 3 janvier 2007 fixant le niveau du tarif réglementé transitoire d'ajustement du marché ;

Vu l'arrêté du 13 août 2007 du Ministre d'Etat, Ministre de l'écologie, du développement et de l'aménagement durables et de la Ministre de l'économie des finances et de l'emploi relatif au prix de l'électricité ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2005- A.-7 du 12 juillet 2005, n° 2005- A.-8 du 12 juillet 2005, n° 2005-A.-12 du 17 novembre 2005, n° 2005-A.-13 du 18 novembre 2005, n° 2006-A.C.-4 du 15 juin 2006, n° 2006-A.C.-5 du 20 juillet 2006 et n° 2007-A.C.-5 du 22 novembre 2007 ;

Vu le rapport annuel de Electricité de France pour l'exercice 2006 ;

Vu le communiqué de EDF en date du 21 février 2007 sur les résultats consolidés de l'exercice 2006 ;

Vu le document de référence 2006 déposé le 19 avril 2007 par EDF auprès de l'Autorité des marchés financiers sous le numéro R.07-036 ;

Vu le communiqué de presse de EDF du 31 août 2007 sur les résultats du groupe au premier trimestre 2007 ;

Vu la lettre du directeur général de l'Agence des participations de l'Etat du 30 octobre 2007 et la note de ladite Agence qui y est jointe ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Calyon, Goldman Sachs et Merrill Lynch, banques conseils de l'Etat, transmis à la Commission le 30 octobre 2007 ;

Vu le communiqué de presse de EDF du 8 novembre 2007 relatif au chiffre d'affaires des 9 premiers mois de 2007 ;

Vu la lettre du directeur général de l'Agence des participations de l'Etat du 21 novembre 2007 et le document des banques conseils qui y est joint comprenant des Eléments d'analyses complémentaires en réponse à des questions posées par la Commission ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 6 novembre 2007 :

- la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi représentée par MM. Bruno BEZARD, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat, Edouard VIEILLEFOND, Nicolas PILLET, Xavier PAYET et Pierre BACHELIER-ILTIS, assistée de sa banque conseil, Calyon, représentée par MM. Gilles RICHARD, Jean-Michel BULING et Bertrand PEYRELONGUE, Managing Directors ;

- le 30 novembre 2007 :

- la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi représentée par MM. Bruno BEZARD, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat, Nicolas PILLET, Pierre BACHELIER-ILTIS et Xavier PAYET ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 30 novembre 2007, la Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Emploi a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société EDF, actuellement détenue à hauteur de 87,3 % par l'Etat français.

L'ouverture minoritaire du capital de la société Electricité de France a été autorisée par le décret du 7 juillet 2005 susvisé. L'article 24 de la loi du 9 août 2004 susvisée dispose que l'Etat doit continuer de détenir plus de 70 % du capital de Electricité de France.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions détenues par l'Etat, pour un volume de titres qui devrait être compris entre 37 et 55 millions, soit au maximum 3 % du capital de EDF. L'Etat conservera une participation supérieure à 84,3 % après la cession sur le marché. Dans l'hypothèse d'une très forte demande, le volume de cession pourrait être porté à 3,7 % du capital.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

Cette opération sera assortie d'une offre réservée aux salariés dans les conditions prévues aux articles 26 et 27 de la loi du 9 août 2004 modifiée susvisée. Conformément à cet article 26, l'offre aux salariés portera sur 15 % du montant de l'ouverture de capital. La Commission émettra un avis distinct sur cette offre.

II.- 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 : 87,3 %,
- salariés : 1,9 %,
- flottant : 10,8 %.

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 trois autres principaux marchés européens : l'Allemagne (avec EnBW), l'Italie (avec Edison) et le Royaume-Uni (avec EDF Energy). Le groupe EDF sert 37,8 millions de clients dans le monde, dont plus de 28 millions en France.

Avec une puissance installée de 123,7 GW en Europe, EDF y dispose du parc de production le plus important des grands groupes du continent. En France, au 31 décembre 2006, la production d'électricité de 485,2 TWh est pour 88 % d'origine nucléaire, pour 8 % hydraulique et pour 4 % thermique.

Grâce à l'importance des parcs nucléaire et hydraulique, 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 qui est détenue à 100 % par EDF. 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 (représentant 95 % des volumes distribués).

Les tarifs d'utilisation des réseaux publics de transport et de distribution sont adoptés conjointement par les ministres chargés de l'économie et de l'énergie, sur proposition de la CRE.

EDF Trading est la filiale de EDF en charge des activités de négoce sur les marchés de gros de l'électricité, du gaz naturel, du combustible fossile et d'émission de CO₂. En 2006, EDF Trading a négocié 1 019 TWh d'électricité.

Le groupe EDF présente ses activités selon la répartition suivante :

-activités en France : durant l'exercice 2006 elles représentent 55 % du chiffre d'affaires du groupe et 64 % de l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et se décomposent en activités régulées (21 % du CA et 25 % de l'EBITDA) et non régulées (34 % du CA et 39 % de l'EBITDA) ;

- activité au Royaume-Uni (EDF Energy) : 14 % du chiffre d'affaires et 9 % de l'EBITDA,
- activités en Allemagne (EnBW) : 10 % du chiffres d'affaires et 7 % de l'EBITDA,
- activités en Italie (Edison) : 9 % du chiffre d'affaires et 7 % de l'EBITDA,
- reste de l'Europe : 8 % du chiffre d'affaires et 10 % de l'EBITDA,
- reste du monde : 4 % du chiffre d'affaires et 3 % de l'EBITDA.

III.- Les résultats de l'exercice 2006 du groupe EDF se sont inscrits dans la trajectoire annoncée et se sont traduits par une forte génération de cash-flows (11,2 milliards d'euros) et par l'augmentation des bénéfices du groupe.

Le chiffre d'affaires s'est élevé à 58,9 milliards d'euros, en hausse de 15,4 % par rapport à 2005 en données historiques (11 % en données pro-forma à périmètre comparable). Cette forte croissance, particulièrement marquée au Royaume-Uni (+ 24,5 %) en Allemagne (+ 20,2 %) et en Italie (+ 28,6 %) est due tant à l'augmentation des quantités d'électricité vendues qu'à l'évolution des prix de marché. En France, le chiffre d'affaires a globalement progressé de 6,4 % mais a connu une évolution inverse entre les activités régulées (transport et distribution), qui avec 12,4 milliards sont en baisse de 3% en raison du nouveau tarif TURP 2, et les activités non régulées en hausse de 11,3 % à 20,1 milliards.

L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) de 13,9 milliards d'euros enregistre une hausse de 7,9 % par rapport à 2005 (5,3 % en données pro-forma), compte-tenu d'une provision de 0,5 milliard liée au financement de la mise en œuvre du tarif de transition en France. Pour les raisons qui viennent d'être mentionnées, si l'EBITDA progresse globalement de 4,1 % en France, il est en baisse de 6,7 % pour les activités régulées (3,5 milliards d'euros) et en hausse de 12,6 % pour les activités non régulées (5,4 milliards). L'EBITDA est en progression soutenue en Allemagne mais en légère diminution au Royaume-Uni en raison des coûts d'approvisionnement et de ceux de développement commercial.

Le résultat d'exploitation (EBIT) pour 2006 s'est élevé à 9,4 milliards d'euros, en hausse de 17,1 % par rapport à 2005 (16,1 % en données pro-forma). Il enregistre notamment l'impact des cessions d'actifs et des pertes et reprises de valeur.

Le résultat net de l'exercice 2006 est de 4,2 milliards d'euros, en hausse de 47,3 % par rapport à 2005. Il a bénéficié de l'amélioration du résultat financier et de la diminution de la charge fiscale dans plusieurs pays.

Au 31 décembre 2006, les fonds propres du groupe EDF s'élèvent à 23,3 milliards d'euros (+ 21 %) et l'endettement financier net a été réduit à 14,9 milliards (- 20 %).

Le premier semestre de l'exercice 2007 a enregistré une légère baisse (- 0,2 %) du chiffre d'affaires du groupe en données historiques (+ 2,2 % en données pro forma). Il a été affecté par la douceur climatique en Europe au début de l'année, la moindre disponibilité des centrales nucléaires en France en raison de travaux de maintenance et au recul du volume en Italie. Légèrement positive en France (+ 0,3 %), l'activité a été plus nettement soutenue au Royaume-Uni (+ 9,3 %) et surtout en Allemagne (+ 16,7 %).

L'EBITDA a progressé de 5,7 % (6,7 % en données pro-forma). En France la hausse de 7,5 % est due aux activités non régulées, soutenues par l'effet prix sur les ventes d'électricité et par la modération des prix spot, qui ont plus que compensé le recul du volume des activités régulées (- 9,7 %) et l'effet de la moindre disponibilité des centrales. L'EBITDA progresse en Allemagne et en Italie mais recule légèrement au Royaume-Uni.

Le résultat net du premier semestre diminue de 15 % à 3,6 milliards d'euros, la période comparable de 2005 ayant comporté de forts éléments non récurrents.

Au 30 juin 2007, les fonds propres du groupe EDF s'élèvent à 25,4 milliards d'euros (+ 9 %) et l'endettement financier net à 14,9 milliards (-0,3 %).

Sur les neuf premiers mois de l'exercice 2007, le chiffre d'affaires s'élève à 23 milliards d'euros soit en hausse de 1,4 % en données pro-forma sur la même période de l'exercice 2006. En faible progression en France (+ 0,6 %), il augmente fortement en Allemagne et au Royaume-Uni et recule en Italie (en raison de la baisse des prix de l'électricité sur le marché).

IV.- Le groupe EDF a indiqué les lignes maîtresses de sa stratégie lors de l'introduction en bourse de novembre 2005 ainsi que ses objectifs financiers pluriannuels. Ce plan industriel comporte trois grandes orientations :

- a) la consolidation d'un socle d'activité en France compétitif et exemplaire grâce à :
- la pérennisation de son parc de production qui est un atout majeur (porter la durée d'exploitation moyenne des centrales nucléaires existantes au-delà de 40 ans, préparer le renouvellement du parc à horizon de 2020 avec en particulier le lancement de l'EPR, poursuivre l'amélioration de la performance opérationnelle, préserver le potentiel du parc hydraulique et développer les énergies renouvelables, réactiver certaines centrales thermiques pour augmenter la flexibilité),
 - la valorisation de son portefeuille de clients dans le contexte de l'ouverture totale du marché le 1^{er} juillet 2007 (optimiser la politique commerciale avec une stratégie différenciée par segment de clientèle, développer l'offre de services),
 - la poursuite et l'amélioration de la gestion des activités régulées (garantir un haut niveau de qualité et de sécurité, réaliser des gains de productivité, développer les interconnexions avec les pays limitrophes) ;
- b) le développement d'une identité européenne forte et cohérente par :
- un recentrage sur l'Europe proche, marché de référence du groupe (Allemagne, Italie, Royaume-Uni) tout en ménageant des relais ciblés de développement (Europe centrale, Chine),
 - un développement du groupe au-delà de l'électricité vers le gaz et les services énergétiques ;

- c) l'amélioration de la performance opérationnelle et financière du groupe et le renforcement de sa flexibilité financière au moyen notamment
- du programme « Altitude » d'optimisation de la gestion qui prévoit la stabilisation des charges d'exploitation à horizon 2007-2008, un impact net de 1 milliard d'euros sur l'EBITDA de l'exercice 2007 et un objectif annuel de réduction de 500 millions d'euros sur le besoin en fonds de roulement,
 - de cession d'actifs non stratégiques.

Ce plan industriel a été mis en œuvre durant les deux années qui viennent de s'écouler et qui ont vu notamment :

- le lancement effectif en mai 2006 de la construction en France de la première centrale nucléaire de type EPR à Flamanville ;
- la réalisation de 6,6 milliards d'euros d'investissement en 2006 après 5,3 milliards en 2005 ;
- la cession comme prévu des actifs non stratégiques, notamment en Amérique latine ;
- la conclusion de partenariats pour le développement de centrales nucléaires de type EPR, en particulier aux Etats-Unis (accord avec le groupe Constellation) et en Chine (accord avec CGNPC), ouvrant les potentiels de relais de croissance recherchés ;
- le développement des énergies renouvelables, notamment éolienne à travers EDF Energies nouvelles qui a été introduite en bourse ;
- la forte réduction de la dette, passée de 50 % à 37 % des capitaux utilisés, grâce à la forte génération de cash-flows et aux cessions ;
- l'atteinte et même le dépassement (de plus de 10 % à fin 2007) des objectifs d'amélioration de la gestion fixés par le programme Altitude.

L'ensemble de ces réalisations ont permis au groupe EDF de confirmer au marché, en dernier lieu lors de l'annonce des résultats du premier semestre 2007, ses objectifs financiers.

V.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de EDF 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.

Au cours des travaux sur la valorisation de EDF qu'elle a conduit depuis début novembre 2007, la Commission a disposé d'un rapport des banques conseils de l'Etat qui inclut les résultats du groupe pour le premier semestre 2007.

Les banques conseils utilisent les deux méthodes suivantes :

a- la somme des parties basée principalement sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie :

Les banques ont réalisé l'évaluation en distinguant 7 grandes divisions opérationnelles et géographiques (commercialisation-production France, transmission-distribution France, Royaume-Uni, Allemagne, Italie, Reste de l'Europe, Reste du Monde). Elles ont établi des plans d'affaires qui retiennent, pour les activités en France, deux scénarii : un cas dit de base et un cas plus optimiste reposant sur un choix d'hypothèses volontaristes.

- L'activité de commercialisation-production en France a été valorisée par actualisation des flux de trésorerie jusqu'en 2047. Les hypothèses retenues sur le prix de marché de l'électricité, la convergence des tarifs réglementés avec ce prix, le taux d'utilisation et le renouvellement du parc nucléaire ainsi que la durée de vie moyenne des centrales nucléaires ont un impact important sur l'évaluation. La valeur terminale est calculée sur la base d'une année normative avec croissance à l'infini des flux de 1,5%.

- L'activité de transmission-distribution en France a été valorisée par la méthode généralement reconnue : l'application d'un multiple à la base des actifs régulés (BAR). Dans le scénario central, les banques retiennent un multiple de 1. Les principales incertitudes résultent de l'évolution à venir de la réglementation.

- L'activité au Royaume-Uni de EDF Energy a été valorisée selon deux méthodes : la somme des parties (distribution, commercialisation et production) et l'application des multiples de sociétés comparables (SSE, National Grid, Centrica) à l'EBITDA 2007, 2008 et 2009.

- L'activité en Allemagne de EnBW a été valorisée selon deux méthodes : une capitalisation boursière moyenne et l'application des multiples de sociétés comparables (RWE, E.On) à l'EBITDA 2007, 2008 et 2009.

- L'activité en Italie a été évaluée comme suit : Edison sur la base d'un cours de bourse moyen et par l'application des multiples de sociétés comparables (ACEA, AEM, Enel) à l'EBITDA 2007, 2008 et 2009 ; Fenice par multiple de l'EBITDA 2007.

- Les autres actifs (Reste de l'Europe et Reste du Monde) ont été évalués en général par l'approche des multiples boursiers ou par la capitalisation boursière (EDF Energies Nouvelles).

Dans tous les cas, les banques ont comparé le résultat de l'évaluation avec les travaux publiés par les analystes financiers en vue de dégager les éventuelles différences et d'en expliciter les hypothèses sous-jacentes.

De la valeur d'entreprise obtenue par la somme des parties, l'endettement net au 30 juin 2007 a été déduit pour obtenir l'évaluation du groupe EDF. Il comprend notamment, hors la dette financière à proprement parler, les provisions -nettes des actifs dédiés- pour fin de cycle de combustible nucléaire et pour déconstruction des centrales nucléaires.

b- les comparaisons boursières :

Les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats correspondants de EDF. Les multiples qui ont été jugés les plus significatifs par les banques sont ceux d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat net pour les années 2007, 2008 et 2009.

Les banques ont constitué deux échantillons de sociétés européennes du secteur de l'énergie aux fins de la comparaison. Le groupe des sociétés les plus comparables est composé de : E.On, Suez, Enel, Iberdrola et RWE. Un deuxième groupe de 11 autres sociétés européennes jugées moins directement comparables a également été constitué à titre de complément indicatif.

Par ailleurs, les banques conseils ont étudié l'évolution du cours de bourse de EDF sur différentes périodes de référence et elles ont présenté les travaux des analystes des grandes institutions financières ainsi que leurs objectifs de cours.

En conclusion de leur rapport, les banques présentent une fourchette d'évaluation du groupe EDF.

VI.- La Commission a examiné le rapport d'évaluation qui lui a été présenté. Elle a considéré que la valorisation par la somme des parties, basée principalement sur l'actualisation des flux de trésorerie, devait constituer l'approche fondamentale pour la valorisation intrinsèque de EDF afin de prendre en compte les particularités des différents secteurs d'activité du groupe. Elle a noté que cette méthode fournit au demeurant des valeurs sensiblement supérieures aux comparaisons boursières, ce qui traduit la qualité des actifs de EDF.

L'évaluation par actualisation des flux repose évidemment sur les hypothèses retenues pour la construction du plan d'affaires. La Commission a donc accordé la plus grande attention à l'appréciation des hypothèses retenues par les banques dans leur scénario de base, spécialement pour l'évaluation de l'activité de commercialisation-production qui représente entre 50 % et 65 % de la valeur d'entreprise globale et qui est le secteur le plus sensible aux variations des paramètres de calcul. La Commission a conclu que ce scénario comporte des hypothèses raisonnablement favorables pour EDF sur trois paramètres particulièrement importants : la durée de vie des centrales nucléaires, la hausse du prix à long terme de l'électricité et l'évolution du régime tarifaire.

Les études publiées par les analystes financiers ont beaucoup évolué avec le temps depuis l'introduction en bourse d'EDF il y a deux ans. Aujourd'hui, ces études sont très favorables et soulignent les atouts décisifs du groupe. Certains analystes présentent désormais des objectifs de cours de bourse largement supérieurs aux cours actuels. La Commission a examiné les hypothèses sur lesquelles ils sont fondés et, sans les considérer comme irréalistes, elle a estimé que ces hypothèses ne pouvaient être retenues telles quelles dans le cadre de ses travaux définis par la loi.

La Commission a examiné l'évolution du cours de bourse de EDF depuis son introduction le 21 novembre 2005 au prix de 33 € par action (et 32 € pour les particuliers). Après des premiers jours de cotation difficiles, le cours a commencé à se ressaisir vraiment à partir de janvier 2006. Porté en février 2006 par les annonces positives sur les résultats de l'exercice 2005, l'action est montée aux environs de 45 € et s'est située jusqu'en novembre 2006 dans l'intervalle de 40 à 50 €. Depuis décembre 2006, le cours a connu une hausse forte et continue, n'étant affecté que provisoirement par la chute des marchés financiers durant l'été 2007. A nouveau en forte hausse depuis septembre 2007, le cours s'est situé durant les derniers jours à ses sommets historiques aux alentours de 83 € par action, soit une hausse de plus de 160 % depuis l'introduction en moins de deux ans.

L'action EDF a ainsi réalisé une performance très supérieure aux valeurs du secteur qui ont pourtant elles aussi fortement bénéficié, dans les circonstances actuelles de marché, de l'intérêt des investisseurs pour les groupes de l'énergie, secteur dont les résultats et les cash-flows sont récurrents. En deux ans, l'indice Euro Stoxx Utilities a progressé de plus de 75 %. Parmi les sociétés les plus comparables à EDF, E.On progressait de plus de 75 % et Enel de près de 25 %.

La forte hausse du cours d'EDF est principalement expliquée par les analystes financiers comme étant la traduction des solides fondamentaux de l'entreprise dans un secteur, l'énergie, lui-même porteur. Par la structure de ses coûts de production, en partie fixes grâce au nucléaire, dans un contexte d'augmentation du prix de l'énergie, EDF est le groupe le mieux placé de son secteur pour profiter des évolutions actuelles. L'assainissement financier réalisé par le groupe (forte réduction de la dette financière), le dépassement des objectifs de productivité du programme triennal Altitude et la mise en œuvre d'un projet industriel cohérent sont reconnus. L'allongement probable de la durée de vie des centrales nucléaires et la construction de la première centrale du type EPR à Flamanville constituent des éléments favorables supplémentaires.

Depuis l'été, EDF a annoncé avoir conclu plusieurs accords importants qui ont été salués par le marché : partenariat aux Etats-Unis avec Constellation Energy et en Chine avec CGNPC pour le développement de centrales nucléaires de type EPR, partenariat avec Enel sur l'EPR de Flamanville. Ces projets doivent permettre à EDF de valoriser son expertise industrielle et son expérience reconnue au plan mondial dans l'exploitation de réacteurs nucléaires. Ils constitueront des relais de croissance pour le groupe dans les années à venir. L'ouverture complète des marchés du gaz et de l'électricité en Europe depuis l'été 2007 devrait profiter à EDF, implanté sur quatre marchés nationaux, et lui procurer la possibilité de faire des offres multi-énergies à sa clientèle.

L'ensemble de ces éléments justifie la prime que le marché accorde à EDF par rapport aux sociétés qui lui sont comparables. Ils ne doivent pas cependant faire oublier les risques auxquels reste exposée l'entreprise qu'il s'agisse de risques technologiques, de ceux liés à l'environnement réglementaire ou de ceux qui résultent de la volatilité actuelle des prix de l'énergie et des marchés boursiers.

L'action EDF est incluse dans les grands indices de valeurs mobilières : CAC 40, MSCI, Euro Stoxx 50, Euro Stoxx Utilities. La cession de titres sur le marché permettra d'augmenter un flottant en bourse jugé jusqu'à présent un peu étroit par les opérateurs et sera de nature à favoriser l'avenir de l'action.

La cession par l'Etat d'une partie de sa participation au capital d'EDF a été annoncée par le Président de la République en vue de financer un plan d'investissement dans les Universités de 5 milliards d'euros. La procédure de cession choisie, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, paraît être, dans les conditions actuelles du marché et compte tenu du volume envisagé, un moyen approprié d'atteindre les objectifs recherchés, d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat.

VII.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, LA COMMISSION ESTIME QUE LA VALEUR DE EDF NE SAURAIT ETRE INFERIEURE A 79 EUROS PAR ACTION, soit globalement à environ 144 milliards d'euros pour les 1 822 171 090 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 30 novembre 2007 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, Daniel DEGUEN, Robert DRAPÉ, Jean-Daniel LE FRANC, Jacques MAIRE, Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

François LAGRANGE