

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2014 - A. - 2 du 23 juin 2014

relatif à une cession sur le marché de titres de GDF Suez

La Commission,

Vu la lettre en date du 20 juin 2014 par laquelle le Ministre de l'économie, du redressement productif et du numérique 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 la société GDF Suez ;

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 le code de l'énergie

Vu la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, notamment son article 7 ;

Vu le décret n° 2007-1784 du 19 décembre 2007 pris pour l'application de la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu le décret n° 2007-1790 du 20 décembre 2007 instituant une action spécifique de l'Etat au capital de Gaz de France SA ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2008 - A.C. - 2 du 2 juillet 2008 relatif au transfert au secteur privé du contrôle de Gaz de France et la décision n° 2010 - D. - 1 du 8 juillet 2010 relative à une augmentation de capital de GDF Suez réservée aux salariés ;

Vu les documents d'information financière publiés par GDF Suez et en particulier :

- le document de référence 2013 déposé le 20 mars 2014 par GDF Suez auprès de l'Autorité des marchés financiers,
- le communiqué de presse du 28 avril 2014 intitulé « Informations financières au 31 mars 2014 »,
- le communiqué de presse du 27 février 2014 sur les résultats de l'exercice 2013 ;

- le document de présentation intitulé « résultats annuels 2013 » rendu public le 27 février 2014 sur le site internet de la société ;
- le communiqué de presse du 12 juin 2014 sur les centrales belges en arrêt technique ;

Vu les notes récentes publiées par les analystes financiers suivant régulièrement l'action GDF Suez ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 19 juin 2014 ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Rise Conseil, conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 19 juin 2014 ;

Vu le document de présentation remis en séance le 20 juin 2014 à la Commission par les banques conseils de l'Etat, Société générale et Goldman Sachs ;

Vu le document de présentation remis en séance le 20 juin 2014 à la Commission par Rise Conseil ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 20 juin 2014

1.- le Ministre de l'économie, du redressement productif et du numérique représenté par Mmes Astrid MILSAN, directrice générale adjointe de l'Agence des participations de l'Etat, Claire CHEREMETINSKI, MM. François CHAMPARNAUD, François ENGEL et Hubert VIRLET ;

2.- conjointement :

- les banques conseils de l'Etat : Goldman Sachs, représenté par MM. Pierre HUDRY et Cyrille PERARD, Managing Directors, et Société générale, représenté par M. Michael MARINGE et Mme Delphine GARCIN-MEUNIER, Managing Directors,
- le Ministre de l'Economie, du Redressement productif et du Numérique représenté comme ci-dessus ;

3.- conjointement :

- le conseil de l'Etat, Rise Conseil, représenté par MM. Alain NOËL, associé, Yann CHERRIERE et Benoît DENIS,
- le Ministre de l'Economie, du Redressement productif et du Numérique représenté comme ci-dessus ;

- le 23 juin 2014

- le Ministre de l'économie, du redressement productif et du numérique représenté par Mme Astrid MILSAN, directrice générale adjointe de l'Agence des participations de l'Etat, et M. François CHAMPARNAUD ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 20 juin 2014, le Ministre de l'économie, du redressement productif et du numérique a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société GDF Suez, actuellement détenue à hauteur de 36,70% par l'Etat.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat pour un volume d'au maximum 3,1 % du capital de GDF Suez assorti d'une option de surallocation (« greenshoe ») de 15 % de ce montant, l'Etat conservant la possibilité, conformément aux pratiques de marché et après accord du syndicat bancaire, d'augmenter la taille du placement avant la fermeture du livre d'ordres si la demande émanant des investisseurs le permet.

Le transfert au secteur privé de Gaz de France a été autorisé par le décret du 19 décembre 2007 susvisé.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet, selon la technique du livre d'ordres accéléré (dite ABB), d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et étrangers, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

L'opération se fera dans le respect des dispositions combinées du code de l'énergie et de l'article 7 de la loi du 29 mars 2014 susvisée.

Conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 susvisée, des titres seront proposés aux salariés dans la limite de 10 p. 100 du total des actions cédées. La Commission émettra un avis distinct sur cette offre réservée aux salariés.

II.- GDF Suez résulte de la fusion fin juillet 2008 entre Gaz de France (GDF) -qui avait été introduit en bourse en juillet 2005- et Suez, opération qui avait entraîné le transfert au secteur privé de la majorité du capital de GDF. Le décret du 20 décembre 2007 susvisé avait préalablement institué une action spécifique dans le capital de Gaz de France conférant à l'Etat le droit de s'opposer à certaines décisions concernant des actifs stratégiques du groupe.

Au moment de la fusion, GDF était essentiellement un distributeur de gaz naturel, propriétaire du réseau de transport de gaz en France et titulaire de concessions de distribution de gaz de la part des collectivités locales, tout en ayant entrepris une diversification vers l'amont, les services et les offres multi-énergies. Suez, de son côté, était présent dans l'énergie (particulièrement en Belgique avec Electrabel), les services et l'environnement (à travers Suez Environnement).

Le nouveau groupe se recentrant sur l'énergie, il décidait de ne conserver dans Suez Environnement qu'une participation minoritaire (aujourd'hui de 35,7%).

La présence mondiale de GDF Suez dans les activités énergétiques a acquis une nouvelle dimension, spécialement dans les pays à forte croissance de la demande d'électricité, avec l'acquisition en 2011 et 2012 de la totalité du capital du groupe International Power. GDF Suez est par ailleurs associé, à Toshiba (Westinghouse) depuis début 2014, dans NuGen pour la construction de trois réacteurs nucléaires dans le nord de l'Angleterre.

L'Etat est le premier actionnaire de GDF Suez avec 36,7% du capital. Sont également recensés les actionnaires suivants : groupe Bruxelles Lambert (2,4 %), les salariés (2,4%), la CDC (1,9%), CNP Assurances (1%) et Sofina (0,5%). 2,2 % du capital est auto-détenu.

III.- GDF Suez est un groupe diversifié dans le secteur énergétique qui organise son activité en cinq divisions opérationnelles décrites comme suit (chiffres après élimination des transactions internes) :

- la branche Énergie Europe (48,7 % du chiffre d'affaires et 22,4 % du résultat opérationnel -EBITDA- en 2013) est en charge des activités de production d'électricité, de gestion de l'énergie, de vente d'électricité et de gaz naturel en Europe continentale. Elle est également en charge de la distribution et du stockage de gaz naturel dans une partie de l'Europe ;
- la branche Energy International (16,6 % du chiffre d'affaires et 25,5 % du résultat opérationnel), outre la production d'électricité, est aussi active dans d'autres secteurs connexes, notamment en aval de la chaîne GNL, la distribution de gaz, le dessalement de l'eau de mer et la vente d'énergie au détail ;
- la branche Global Gaz & GNL (6,4 % du chiffre d'affaires et 14 % du résultat opérationnel) est en charge de l'exploration-production de gaz et de pétrole, de la fourniture, du transport et de la commercialisation de GNL ;
- la branche Infrastructures (2,9 % du chiffre d'affaires et 22,2 % du résultat opérationnel) rassemble les activités de réseaux et d'infrastructures, principalement en France : transport de gaz naturel, regazéification du GNL, stockage de gaz naturel, distribution de gaz naturel ;
- la branche Énergie Services (16,5 % du chiffre d'affaires et 7 % du résultat opérationnel) propose des solutions d'efficacité énergétique dans les domaines de l'ingénierie, de l'installation et des services énergétiques.

A ces cinq branches s'ajoute Suez Environnement Company (9 % du chiffre d'affaires et 8,9 % du résultat opérationnel) dont GDF Suez détient 35,7% du capital. Le pacte d'actionnaires auquel participait GDF Suez n'ayant pas été reconduit, l'entreprise est désormais considérée depuis le 1^{er} juillet 2013 comme une entreprise associée et mise en équivalence dans les comptes consolidés du groupe.

La répartition géographique du chiffre d'affaires de GDF Suez est la suivante en 2013 : France 39 %, Belgique 12 %, reste de l'Europe 29 %, Amérique du Nord 5 %, Amérique du Sud 5 % Asie, Moyen-Orient et reste du monde 10 %.

Le groupe emploie un effectif moyen total de 223 000 employés (y compris les entreprises associées).

IV.- Les résultats de l'exercice 2013 de GDF Suez ont été caractérisés par l'ampleur des corrections de valeur opérées par le groupe sur des actifs tant corporels qu'incorporels. Le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel ont par ailleurs été impactés par des éléments propres à la période, souvent défavorables. Les comparaisons avec l'exercice 2012 doivent se faire en tenant compte de la déconsolidation de Suez Environnement Company, participation désormais simplement mise en équivalence.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2013 s'est établi à 81,3 milliards d'euros en baisse de 0,8 % par rapport à 2012, mais en croissance organique de 3 %. Cette évolution a résulté de la compensation partielle entre d'une part les effets négatifs de change et de variation de périmètre et d'autre part la hausse des ventes du fait d'un hiver froid en France, l'augmentation des ventes de GNL et la croissance des activités à l'international.

Le résultat opérationnel de 13,4 milliards d'euros est en baisse de 8,1 % (de 2,7 % en organique). L'évolution défavorable par rapport à 2012 est due essentiellement à des effets de change et de périmètre ainsi qu'à des éléments défavorables en Europe (baisse des prix de l'électricité, fin des quotas gratuits de CO² et pression sur les marges).

Suez Environnement Company a connu pour sa part une année 2013 positive. Si le chiffre d'affaires de 14,64 milliards d'euros est en légère baisse de 3 % (notamment due à des effets de change), le résultat opérationnel a progressé de 12 % à 1,18 milliards, grâce en particulier au segment international, et le résultat net part du groupe est en hausse de 40 % à 352 millions.

Le résultat net, part du groupe, de GDF Suez pour l'exercice 2013, est une perte de 9,29 milliards d'euros. Celle-ci résulte des corrections de valeurs opérées à hauteur de 14,9 milliards et portant sur 9,1 milliards d'actifs et 5,8 milliards d'écarts d'acquisition (« goodwill »), essentiellement en Europe (dont 10,1 milliards pour Energie Europe et 3,1 pour Infrastructures). Ces dépréciations ont un impact net de 12,8 milliards sur le résultat net part du groupe.

Le cash flow opérationnel libre généré en 2013 est stable à 11,4 milliards d'euros.

Le bilan consolidé de GDF Suez au 31 décembre 2013, après déconsolidation de Suez Environnement Company, fait apparaître des capitaux propres de 53,49 milliards d'euros en baisse de 33 %. Le montant de la dette nette s'est inscrit à 29,84 milliards, en baisse de 32 %. Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan représentent 20,7 milliards, en forte diminution (- 31%) du fait des corrections de valeur mentionnées ci-dessus.

Le 28 avril 2014, GDF Suez a publié des éléments de résultat du premier trimestre 2014. Celui-ci s'est traduit, par rapport à la même période de 2013 (corrigée de la déconsolidation de Suez Environnement Company) par une baisse du chiffre d'affaires (- 4,8 % en données organiques), du résultat opérationnel (- 11,5%) et du résultat opérationnel courant (- 10,4%). Cette évolution est due à la branche Europe et le groupe explique qu'elle a résulté d'une part de la douceur de l'hiver 2014 et d'autre part du rattrapage tarifaire au

premier trimestre 2013 ; hors ces deux éléments, le résultat opérationnel est stable et le résultat courant est en progression. Les chiffres d'affaires des branches Energy International, GNL et Infrastructures ont pour leur part progressé. Le désendettement du groupe s'est poursuivi avec une nouvelle diminution de 2,5 milliards de la dette nette par rapport au 31 décembre 2013.

V.- Lors de l'annonce de ses résultats annuels le 27 février dernier, GDF Suez s'est donné deux objectifs stratégiques :

- être l'énergéticien de référence dans les pays à forte croissance ;
- être leader de la transition énergétique en Europe.

Ces objectifs reposent notamment sur les projets en cours de construction ou développement, pour l'essentiel en des pays à forte croissance, sur une hausse de la production de gaz naturel à horizon 2016 et 2020 et sur l'augmentation du chiffre d'affaires dans l'efficacité énergétique. Comme tenu de la réalisation anticipée au 31 décembre 2013 de l'objectif de dette nette, toute nouvelle cession sera désormais affectée à des investissements de croissance supplémentaires.

Sur le plan financier, le groupe a révisé à la hausse ses objectifs pour l'exercice 2014 : résultat net récurrent entre 3,3 et 3,7 milliards d'euros, investissements nets entre 6 et 8 milliards, ratio dette nette/EBITDA inférieur ou égal à 2,5.

Pour la période 2014-2016, le groupe s'engage sur un taux de distribution de dividende de 65-75 % avec un minimum d'un euro par action contre 1,5 € précédemment.

Les résultats du premier trimestre 2014 étant en ligne avec la trajectoire attendue, le groupe a confirmé ses objectifs financiers, précisant ultérieurement que l'objectif de résultat net récurrent sera ajusté en fonction de la durée de non-fonctionnement des réacteurs belges en arrêt technique.

VI.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de GDF Suez 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. Elle a disposé à cet effet d'un rapport établi par un conseil de l'Etat.

Dans ce rapport, ce conseil utilise principalement deux méthodes :

a- la somme des parties : la valeur d'entreprise est déterminée comme la somme de la valeur des branches du groupe. Chaque branche est évaluée selon la méthode de l'actualisation des flux libres de trésorerie (cash-flows) sur la base d'une trajectoire financière prévisionnelle (EBITDA, CAPEX, cash flows libres). Les valeurs terminales sont calculées selon des cash flows normatifs et un taux de croissance à l'infini ou, pour les infrastructures régulées, selon la méthode usuelle du multiple de la BAR (base d'actifs régulés). Le coût du capital est estimé selon le modèle d'évaluation des actifs financiers, séparément pour chacune des branches. La valeur du groupe est déterminée après ajout à la valeur d'entreprise de la valeur des participations (hormis celles dont l'EBITDA est désormais intégré dans les branches par GDF Suez) et soustraction de la dette nette, des provisions et des minoritaires. Des analyses de la

sensibilité de l'évaluation à la variation des principaux paramètres sont présentées. Une approche d'évaluation sur la base d'un scénario moins favorable est également fournie ;

b- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été étudiés et appliqués aux agrégats de GDF Suez. Les multiples utilisés sont ceux de revenus par action (P/E) et valeur d'entreprise / EBITDA. Les années de référence sont 2014, 2015 et 2016. Ont été retenues comme comparables cinq sociétés cotées : RWE, E.on, EDF, Enel et Iberdrola. Le conseil souligne qu'il faut tenir compte des divergences entre ces groupes en termes de dynamique de croissance et de rentabilité.

Le conseil de l'Etat a par ailleurs présenté l'évolution du cours de bourse de GDF Suez et les objectifs des analystes financiers sur plusieurs périodes, en distinguant celle qui suit l'annonce des résultats 2013. Il a aussi systématiquement comparé ses évaluations à celles des analystes.

Au total, le conseil présente une fourchette d'évaluation sur la base de ces différentes méthodes.

VII.- La Commission constate que les évaluations résultant des différentes méthodes s'avèrent convergentes.

Le cours de bourse de GDF Suez a fortement baissé après la fusion de juillet 2008 où l'action cotait environ 40 €. Cette évolution était corrélée étroitement à l'indice EuroStoxx Utilities pendant les trois premières années puis s'est accentuée jusqu'à un plus bas cours de 13 € début 2013, tout en restant globalement en ligne avec la moyenne de grands énergéticiens européens (EDF, E.on, RWE). Depuis l'été 2013, le cours de GDF Suez s'est repris nettement, enregistrant en un an une hausse de 39 %, notamment à la suite des annonces de la déconsolidation de Suez Environnement Company et des résultats de l'exercice 2013, marqués par l'importance des corrections de valeur et bien accueillis par le marché.

Les analystes financiers sont nombreux à suivre activement la valeur. Ils émettent pour la plupart une appréciation favorable, privilégiant la valeur dans son secteur. En moyenne, les objectifs de cours ne sont toutefois pas très supérieurs aux niveaux atteints aujourd'hui en bourse (environ un euro de prime).

Les principaux facteurs positifs pour GDF Suez généralement relevés sont la visibilité de la stratégie annoncée en février par le groupe et la crédibilité qu'il a acquise en réalisant dans le passé les objectifs qu'il avait annoncés. GDF Suez génère des revenus et des cash flows élevés et il dispose d'une situation financière renforcée avec la réduction de la dette nette et la réalisation des corrections de valeur nécessaires. Les cash flows doivent permettre des investissements importants pour une croissance durable. La diversification géographique du groupe et sa présence dans des zones où la demande d'énergie est en forte croissance sont très appréciées alors que l'Europe offre une perspective déprimée au secteur. La nouvelle politique de distribution de dividende, en retrait sur le passé, apparaît à la fois toujours attractive et soutenable à terme.

La Commission a également pris en compte les risques qui affectent l'activité du groupe : poursuite éventuelle de la dégradation des conditions du marché énergétique en

Europe avec les incertitudes tarifaires, difficultés rencontrées en Belgique (le groupe vient de communiquer sur l'arrêt provisoire de certains réacteurs), niveau effectif de la rentabilité des nouveaux investissements et de la réalisation des programmes ambitieux de réduction des coûts.

La Commission a noté que la cession envisagée ne se traduira pas à terme par une diminution significative de la participation de l'Etat en termes de droits de vote, compte tenu de la mise en œuvre par GDF Suez des dispositions de la loi du 29 mars 2014 susvisée sur les droits de vote double. Les dispositions du code de l'énergie instituant l'obligation pour l'Etat de détenir plus du tiers du capital de GDF Suez seront respectées dans les conditions prévues par la susdite loi.

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, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat.

VIII.- 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 GDF SUEZ NE SAURAIT ÊTRE INFÉRIEURE À 19 EUROS PAR ACTION SOIT GLOBALEMENT À ENVIRON 45,843 MILLIARDS D'EUROS pour 2 412 824 089 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 23 juin 2014 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU, MM. Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER