

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2017 - A. - 1 du 9 janvier 2017

relatif à une cession sur le marché de titres de ENGIE

La Commission,

Vu la lettre en date du 9 janvier 2017 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société ENGIE ;

Vu le code de l'énergie ;

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

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

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, la décision n° 2010-D.-1 du 8 juillet 2010 relative à une augmentation de capital de GDF Suez réservée aux salariés, les avis n° 2014-A.-2 du 23 juin 2014 et 2014-A.-3 du 25 juin 2014 relatifs à une cession sur le marché de titres de GDF Suez, les avis n°2014-A.-7 du 12 novembre 2014 et n°2014-A.-9 du 23 décembre 2014 relatifs à des offres de GDF Suez réservée aux salariés, les avis n°2015-A.-5 et n°2015-A.-6 du 19 mai 2015 relatifs à une cession sur le marché de titres de GDF Suez ;

Vu les documents d'information financière publiés par ENGIE et en particulier:
- le communiqué de presse du 25 février 2016 sur les résultats de l'exercice 2015 et le plan de transformation stratégique à 3 ans ainsi que le document de présentation des résultats annuels 2015 rendu public le même jour sur le site internet de la société,
- le document de référence 2015 incluant le rapport financier annuel, déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 23 mars 2016,

- le communiqué de presse du 3 mai 2016 et le document intitulé « Rapport intégré 2016 » rendu public le même jour sur le site internet de la société,
- le document de présentation intitulé « 2016 Investor Workshop - June 28th, 2016 » rendu public sur le site internet de la société,
- le communiqué de presse du 28 juillet 2016 intitulé « Bonne résistance des résultats semestriels 2016 », le document de présentation rendu public le même jour sur le site internet de la société ainsi que le rapport financier semestriel 2016,
- le communiqué de presse du 10 novembre 2016 intitulé « Résultats résilients à fin septembre 2016 » ainsi que le document de présentation rendu public le même jour ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Goldman Sachs et Société générale, banques conseils de l'Etat, transmis à la Commission le 9 janvier 2017 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 9 janvier 2017 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 9 janvier 2017 :

1/ conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Lucie MUNIESA, directrice générale adjointe de l'Agence des participations de l'Etat, MM. Charles CLEMENT-FROMENTEL et Malo CARTON,

- les banques conseils de l'Etat, Goldman Sachs, représentée par MM. Pierre HUDRY, Managing Director, et Sébastien d'AGOSTINO, et Société Générale, représentée par MM. Louis-Aynard de CLERMONT-TONNERRE et Jean-Baptiste GIROS, Managing Directors, et Edouard DUBAIL ;

2/ le ministre chargé de l'économie représenté comme ci-dessus ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 9 janvier 2017, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société ENGIE, actuellement détenue à hauteur de 32,8 % (et 36,3 % des droits de vote) par l'Etat.

L'opération envisagée consiste dans la cession d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat pour un volume maximal de 144,44 millions d'actions soit 5,9 % du capital de ENGIE.

La cession sur le marché de 130 millions d'actions se fera, selon la technique du livre d'ordres accéléré (dite ABB), sous la forme 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.

Conformément à l'art. 31-2 de l'ordonnance du 20 août 2014, dix pour cent des titres cédés par l'État (soit un neuvième de l'opération de marché, 14,44 millions de titres) seront proposés aux salariés et anciens salariés de ENGIE dans des conditions qui seront déterminées par arrêté.

S'agissant du niveau de la participation de l'État, l'opération se fera dans le respect des dispositions combinées de l'article L118-68 du code de l'énergie et de l'article 7 de la loi du 29 mars 2014 susvisés. A l'issue de la cession, l'Etat détiendra au minimum 26,83 % du capital de ENGIE et 30,94 % des droits de vote. Du fait des droits de vote double, l'Etat détiendra plus du tiers des droits de vote à compter du printemps 2018.

L'Etat est actuellement le premier actionnaire de ENGIE. Sont également recensés les actionnaires suivants : salariés (2,7 %), Groupe Bruxelles-Lambert (2,3 %), Caisse des Dépôts et Consignations (1,9 %), CNP Assurances (1,8 %), Sofina (0,4 %).

Les fonds provenant de la réalisation de la cession seront, conformément aux règles budgétaires, affectés au compte d'affectation spécial « Participations financières de l'Etat ». Au titre des opérations mentionnées dans le projet de loi de finances pour 2017 figurent notamment les « dépenses de participations financières » qui seront engagées « en faveur de la refondation de la filière nucléaire, via une augmentation de capital d'AREVA, sous réserve de l'accord de la Commission européenne, ainsi que de l'accompagnement d'EDF dans sa stratégie de développement, également par le biais d'une augmentation de capital à laquelle l'État souscrira ».

II.- Fin juillet 2008, Gaz de France (GDF) -qui avait été introduit en bourse en juillet 2005- fusionnait avec Suez, ce qui donnait naissance au groupe GDF Suez et entraînait le transfert au secteur privé de la majorité du capital de Gaz de France. Le décret du 20 décembre 2007 susvisé avait préalablement institué une action spécifique dans le capital de Gaz de France conférant à l'État le droit de s'opposer à certaines décisions concernant des actifs stratégiques du groupe. L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du 29 juillet 2015 a adopté ultérieurement la nouvelle dénomination sociale « ENGIE ».

Depuis la fusion, le groupe a connu une évolution importante où l'on peut caractériser deux étapes :

- la première période a visé à recentrer l'activité sur l'énergie et à déployer la présence du groupe au niveau mondial, spécialement dans les pays à forte croissance de la demande d'électricité. Cette stratégie se traduisait notamment par l'acquisition d'International Power (2012) et l'association avec Toshiba (Westinghouse) dans NuGen pour la construction de réacteurs nucléaires dans le nord de l'Angleterre (2014). Le groupe ne conservait par ailleurs qu'une participation minoritaire dans Suez (anciennement Suez Environnement) ;
- la mutation très rapide de l'environnement auquel le secteur de l'énergie est confronté (engagement de réduction d'émission de CO², baisse des prix de marché du gaz et de

l'électricité, évolution du mix énergétique dans plusieurs pays), a conduit le groupe à arrêter un plan de transformation stratégique pour la période 2016-2018 avec l'ambition confirmée de devenir leader de la transition énergétique dans le monde. Ce plan est décrit au point VII du présent avis.

III.- ENGIE est aujourd'hui un groupe diversifié dans le secteur énergétique, présent dans les trois métiers de l'électricité, du gaz naturel et des services dans le domaine de l'énergie. L'activité était organisée jusqu'à fin 2015 en cinq branches opérationnelles (chiffres après élimination des transactions internes) :

- Énergie Europe (46 % du chiffre d'affaires et 9 % du résultat opérationnel courant en 2015) en charge des activités de production et de vente d'électricité ainsi que de vente de gaz naturel en Europe continentale ;
- Energy International (21 % du chiffre d'affaires et 39 % du résultat opérationnel courant) présente dans la production d'électricité, la distribution de gaz, le dessalement de l'eau de mer et la vente d'énergie au détail ;
- Global Gaz & GNL (6 % du chiffre d'affaires et 8 % du résultat opérationnel courant) en charge de l'exploration-production, de la fourniture, du transport et de la commercialisation de gaz naturel liquéfié ;
- Infrastructures (4 % du chiffre d'affaires et 31 % du résultat opérationnel courant) rassemblant les activités de réseaux et d'infrastructures ;
- Énergie Services (23 % du chiffre d'affaires et 13 % du résultat opérationnel courant).

A ces cinq branches s'ajoute Suez dont ENGIE détient 33,55 % du capital et qui est mis en équivalence dans les comptes consolidés du groupe.

La répartition géographique du chiffre d'affaires de ENGIE par destination est la suivante en 2015 : France 36 %, Belgique 13 %, reste de l'Europe 29 %, Amérique du Nord 7 %, Amérique du Sud 6 %, Asie, Moyen-Orient et reste du monde 9 %.

Le groupe a employé en 2015 un effectif moyen total de 242 000 employés (y compris les entreprises associées).

Depuis le 1er janvier 2016, le groupe est réorganisé en vingt-quatre unités de gestion (Business Units) dont chacune correspond à un secteur opérationnel dont les performances sont régulièrement évaluées par le comité exécutif du groupe. Ces unités sont composées de 11 unités géographiques (hors France), 8 unités en France et 5 unités correspondant à des métiers globaux. Ces vingt-quatre unités de gestion sont regroupées en dix « secteurs reportables » selon lesquels le groupe présente désormais son information sectorielle, comme il l'a fait pour le premier semestre 2016 :

- Amérique du Nord : 5 % du chiffre d'affaires et 5 % du résultat opérationnel courant,
- Amérique latine : 6 % du chiffre d'affaires et 14 % du résultat opérationnel courant,
- Afrique/Asie : 6 % du chiffre d'affaires et 13 % du résultat opérationnel courant,
- Benelux : 14 % du chiffre d'affaires et 8 % du résultat opérationnel courant,
- France : 32 % du chiffre d'affaires et 17 % du résultat opérationnel courant,
- Europe (hors France et Benelux) : 12 % du chiffre d'affaires et 7 % du résultat opérationnel courant,
- Infrastructures Europe : 5 % du chiffre d'affaires et 31 % du résultat opérationnel courant,

- Global Energy Management (gestion des portefeuilles d'actifs de production et ventes aux grands comptes) & Global LNG (contrats d'approvisionnement et transport du gaz liquéfié) : 12 % du chiffre d'affaires et résultat opérationnel courant négatif,
- Exploration & Production (pétrole et gaz) : 3 % du chiffre d'affaires et 8 % du résultat opérationnel courant,
- autres (Suez, électricité thermique, Tractebel Engineering) : 5 % du chiffre d'affaires et résultat opérationnel courant négatif.

IV.- Les résultats de l'exercice 2015 de ENGIE ont continué à souffrir de la baisse des prix de marché de l'énergie, de l'indisponibilité de centrales nucléaires en Belgique et de la contraction des activités de gaz naturel liquéfié, ce que les conditions climatiques plus favorables à l'activité qu'en 2014 en France et l'effet de change positif n'ont pas compensé.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2015 s'est ainsi établi à 69,9 milliards d'euros en baisse de 6,4 % par rapport à 2014 (où il avait déjà enregistré une baisse de 6,6 %). Pour les raisons ci-dessus mentionnées, les secteurs les plus affectés ont été les marchés matures, dont Energie Europe (- 9%) et Global Gaz & GNL (- 38 %), alors que les marchés en forte croissance continuaient leur progression.

En conséquence, et malgré les résultats obtenus par les plans de réduction des coûts (Perform et Quick Reaction Plan), l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) s'est inscrit en recul de 7,2 % à 11,3 milliards d'euro. Cette évolution défavorable a frappé les branches Energie Europe (- 20%) et Global Gaz & GNL (- 27 %), les autres branches progressant entre 3 et 4 %.

Le résultat opérationnel courant (après quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence) de 6,3 milliards d'euros est en baisse de 11,6 % pour les mêmes raisons, les branches Energie Europe (- 35%) et Global Gaz & GNL (- 50 %) étant les plus affectées. Seules les branches Infrastructures et Services progressent.

Le résultat net récurrent part du groupe de 2,6 milliards d'euros (- 5 %) est conforme à l'objectif qu'avait indiqué le groupe pour l'exercice 2015.

L'environnement dégradé que subit le secteur de l'énergie a conduit ENGIE à procéder pour l'arrêté des comptes 2015 à des dépréciations comptables à hauteur de 8,7 milliards d'euros (contre 1 milliard en 2014). Pour l'essentiel, ces dépréciations portent pour 2,6 milliards sur des écarts d'acquisition (goodwills) et pour 5,7 milliards sur des immobilisations corporelles et incorporelles. Elles concernent principalement les branches Global Gaz & GNL (4,2 milliards), Energy International (3,5 milliards) et Energie Europe (0,9 milliards).

Le résultat net, part du groupe, de ENGIE pour l'exercice 2015, est ainsi déficitaire à hauteur de 4,6 milliards d'euros après un bénéfice de 2,4 milliards en 2014 qui avait lui-même suivi la perte de 2013 (9,8 milliards) qui résultait déjà d'importantes corrections de valeur (14,9 milliards).

Le cash-flow opérationnel généré en 2015 de 10,4 milliards d'euros est en augmentation de 18,6 % corrigeant l'effet défavorable de la variation du besoin en fonds de roulement enregistré en 2014.

Le bilan consolidé de ENGIE au 31 décembre 2015 fait apparaître des capitaux propres de 48,8 milliards d'euros, en baisse de 12,9 % par rapport au 31 décembre 2014 en raison principalement de la perte nette de l'exercice (5,1 milliards) et de la distribution de dividendes en numéraire (2,9 milliards). Le montant de la dette nette s'est inscrit à 27,7 milliards, en légère hausse en raison d'un effet de change. Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan représentent 19 milliards, en diminution de 10,4 % du fait pour l'essentiel de l'enregistrement de pertes de valeurs à hauteur de 2,6 milliards déjà mentionné.

V.- Le 28 juillet 2016, ENGIE a publié ses résultats semestriels présentés selon les nouveaux « secteurs reportables ».

Le groupe a été de nouveau affecté au premier semestre 2016 par la poursuite de la baisse des prix de marché de l'énergie. Le chiffre d'affaires a ainsi connu une décroissance de 13 % par rapport au premier semestre 2015. Le secteur GEM & LNG a été particulièrement touché avec une chute de 47 % ainsi que le secteur Exploration et Production (- 17%). Les secteurs Amérique latine et Afrique/Asie ont pour leur part subi l'impact de la dépréciation de monnaies locales.

L'EBITDA s'inscrit en recul de 7,8 %. Le redressement au Benelux (+ 107 %) grâce au redémarrage des centrales nucléaires n'a pas compensé la baisse dans tous les secteurs géographiques hors France et l'EBITDA désormais négatif du secteur GEM & LNG.

Le résultat opérationnel courant (après quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence) n'est en décroissance que de 3,5 % grâce notamment au classement d'actifs de production aux Etats-Unis en actifs destinés à être cédés et à la réduction des charges d'amortissement résultant des pertes de valeur enregistrées fin 2015.

Le résultat net récurrent part du groupe (1,5 milliard) est en baisse de 7 %.

Le résultat net part du groupe (1,2 milliard) est en hausse (+ 11 %) du fait de plusieurs facteurs (cessions, contrats de couverture, résultat financier, moindres pertes de valeur).

Le cash-flow opérationnel généré au premier semestre 2016 est en baisse de 25 % du fait de la baisse de l'EBITDA et de la variation du besoin en fonds de roulement.

Le bilan consolidé de ENGIE au 30 juin 2016 fait apparaître des capitaux propres de 47,2 milliards d'euros, en baisse de 3,3 % par rapport au 31 décembre 2015 en raison principalement de la distribution de dividendes en numéraire (1,6 milliard) et d'écarts actuariels nets d'impôt (1,2 milliard) et malgré le résultat net bénéficiaire (1,6 milliard). Le montant de la dette nette s'est réduit à 26 milliards en raison principalement de cessions.

VI.- Le 10 novembre 2016, ENGIE a communiqué ses éléments d'information financière au terme des neufs premiers mois de l'année. Par rapport à la même période de 2015, le chiffre d'affaires s'inscrit en diminution de 11,1 % (10,3 % hors effets de change et de périmètre) en raison notamment de la baisse brutale, résultant de la chute des prix, des contributions des secteurs Global Energy Management & Global LNG (-39,6 %) et Exploration & Production (-

20,3 %) ainsi que du recul de 2,8 % du segment France impacté par des températures moins froides et le recul de part de marché sur le segment des clients professionnels. Seuls les secteurs Benelux (+0,4 %), grâce au redémarrage de centrales nucléaires fin 2015, et Infrastructures Europe (+4,2 %), grâce aux révisions de tarifs et au développement des activités, s'inscrivent en hausse.

Le recul de l'EBITDA est limité à 5,4 % (2 % hors effets de change et de périmètre) du fait de la progression des contributions des secteurs Benelux, France (grâce notamment à la performance de l'activité renouvelable et à la hausse des ventes d'électricité) et reste de l'Europe (grâce à l'activité de commercialisation en Italie et aux services au Royaume-Uni).

Le résultat opérationnel courant de 4,44 milliards d'euros est en augmentation de 1,3 % (6,6 % hors effets de change et de périmètre) pour les mêmes raisons qu'à la fin du premier semestre.

Le cash-flow des opérations s'élève à 6,8 milliards d'euros, en baisse de 8,3 % mais en amélioration par rapport à la situation au 30 juin 2016.

La dette nette au 30 septembre 2016, d'un montant de 25,8 milliards, est en diminution de 1,9 milliards par rapport à fin 2015.

VII.- Le 25 février 2016, lors de l'annonce de ses résultats 2015 caractérisés par l'importance des corrections de valeur, le groupe ENGIE a rendu public un plan de transformation stratégique à trois ans (2016-2018) afin de s'adapter à un marché en pleine mutation. Ce plan a notamment été détaillé dans le Rapport intégré 2016.

Le plan vise à accélérer le virage stratégique du groupe pour devenir leader de la transition énergétique dans le monde.

S'appuyant sur les atouts historiques dont il dispose, le groupe déclare avoir décidé de concentrer ses nouveaux développements dans trois directions stratégiques :

- donner la priorité aux activités à faible émission de CO² (celles-ci représenteront plus de 90 % de l'EBITDA à horizon 2018),
- apporter des solutions intégrées aux clients (augmentation de plus de 50 % de l'EBITDA d'ici 2018) en renforçant ses activités à l'aval de la chaîne de valeur,
- se tourner vers des activités moins exposées aux prix des marchés de gros (en faisant monter à plus de 85 % la part des activités régulées ou sous contrat).

La réalisation de ce plan repose sur cinq piliers :

a- la recomposition et la simplification du portefeuille d'activité à travers

. un plan de cession d'actifs de 15 milliards d'euros pour réduire l'exposition aux prix de l'énergie,

. un programme d'investissements de 22 milliards d'euros (dont 7 de maintenance) ciblés sur les activités peu ou non émettrices de CO² et les solutions intégrées pour les clients ;

b- un nouveau programme de performance « Lean 2018 » avec pour objectif de réaliser des économies récurrentes sur les coûts opérationnels (impact cumulé net sur l'EBITDA d'un milliard d'euros à horizon 2018) ;

- c- l'investissement dans une nouvelle génération de solutions selon trois leviers
 - . les investissements dans l'innovation,
 - . la structuration d'un écosystème interne favorable,
 - . la construction d'un portefeuille de partenariats stratégiques avec les principaux acteurs technologiques dans le monde ;
- d- l'investissement dans les technologies digitales et émergentes (1,5 milliard d'euros d'ici à 2018) ;
- e- la transformation interne du groupe, de sa technologie, de ses mentalités et de ses modes opératoires.

Du point de vue financier, le groupe entend conserver, pour la période 2016-2018, une structure financière solide avec un ratio dette nette/EBITDA inférieur ou égal à 2,5 et une notation de catégorie A.

VIII.- Le 10 novembre 2016, lors de l'annonce des informations financières au 30 septembre, ENGIE a fait un point de l'avancée du plan de transformation :

- 41% du programme de cession d'actifs de 15 milliards d'euros a été signé (ultérieurement a été annoncé de plus fin décembre la cession d'une centrale à charbon en Pologne),
- 3,1 sur les 15 milliards d'euros de capex de croissance ont été investis (contre 2,1 milliards au 30 juin),
- les réalisations du programme Lean 2018 ont permis un gain net de 0,4 milliard d'euros d'EBITDA sur les trois premiers semestres 2016,
- en matière d'innovation et de transformation digitale, le groupe a notamment acquis OpTerra, Siradel et la majorité de Green Charge Networks.

Le groupe a confirmé le 10 novembre 2016 ses objectifs pour l'exercice 2016 :

- un résultat net récurrent part du groupe compris entre 2,4 et 2,7 milliards d'euros (objectif reposant sur une fourchette indicative d'EBITDA de 10,8 à 11,4 milliards), étant précisé qu'était désormais visé le bas de la fourchette,
- un dividende d'un euro par action payable en numéraire, avec en outre l'engagement de verser un dividende de 0,70 € par action par an et en numéraire au titre des résultats 2017 et 2018.

IX.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de ENGIE 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.

La Commission a disposé à cet effet d'un rapport établi par les banques conseils de l'Etat qui utilise principalement deux méthodes :

- l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) : les banques ont établi deux scénarii de flux de trésorerie couvrant la période 2016-2021 sur la base de prévisions de ENGIE à moyen-terme et qui intègrent des hypothèses différentes d'évolution des prix de l'énergie. Elles ont établi, dans chacun des deux scénarii, une année terminale à laquelle est appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5 %. Les flux sont actualisés au coût du capital, estimé à 5,5 % selon

le modèle d'évaluation des actifs financiers. Les valeurs terminales représentent environ 90 % du total. Des valeurs d'entreprise ainsi obtenues sont retranchés la dette financière nette, les intérêts minoritaires, les engagements de retraite et les provisions et leur est ajoutée la valeur des titres mis en équivalence ;

- les comparaisons boursières : les multiples implicites de sociétés cotées comparables sont appliqués aux agrégats correspondants de ENGIE. Le multiple utilisé est celui de valeur d'entreprise sur EBITDA pour les années 2016, 2017 et 2018. L'échantillon des sociétés comparables est composé de Iberdrola, ENEL, EDF, Gas Natural Fenosa, E.ON, RWE. Les banques procèdent de plus à une évaluation d'ENGIE selon la moyenne de ses propres multiples implicites historiques 2009-2016. Enfin, une évaluation est faite en fonction du rendement du dividende des comparables.

Les banques conseils étudient par ailleurs l'évolution du cours de bourse de ENGIE, les objectifs des analystes financiers ainsi que leurs évaluations selon la méthode de la somme des parties. Les banques comparent aussi systématiquement leurs prévisions et évaluations à celles des analystes.

Au total, les banques conseils présentent des fourchettes d'évaluation sur la base de ces différentes méthodes.

X.- La Commission note que, depuis son avis du 19 mai 2015, le cours de bourse de ENGIE, alors de 17,8 €, a enregistré une baisse globale de près de 33 %. Sur l'ensemble de cette période, l'action a sous-performé l'indice CAC 40 avec des variations en fonction de l'évolution des prix de l'énergie et des annonces financières du groupe. Elle a suivi globalement une évolution parallèle à celle de l'indice Stoxx Europe 600 Utilities.

Après une première phase prolongée de recul qui la conduisait à un cours inférieur à 14 € dans la journée du 1er octobre 2015, l'action se reprenait pour dépasser 16,5 € à mi-novembre avant toutefois de connaître une nouvelle phase de baisse qui la menait de nouveau au-dessous de 14 € à mi-février 2016. Après une phase plus erratique ayant suivi l'annonce des résultats 2015 et la mise en œuvre du nouveau plan stratégique, le cours reprenait à partir de mi-mai pour dépasser 15 € dans la deuxième quinzaine de juillet à la veille de la publication des résultats semestriels. L'action s'est alors stabilisée jusqu'à début septembre entre 14 et 15 € avant d'entrer dans une nouvelle phase de fléchissement vers 13 €, soit une baisse d'environ 15 % en deux mois, jusqu'à la veille de l'annonce le 10 novembre des résultats décevants des neuf premiers mois de l'année. A la suite de cette annonce, le cours de ENGIE a d'abord subi une pression forte à la baisse, le faisant chuter en novembre nettement au-dessous de 12 €, ce qui représentait ses niveaux historiquement les plus bas. Cette baisse s'inscrivait aussi dans le recul des valeurs du secteur et plus généralement des valeurs défensives au profit des valeurs cycliques. Le 13 décembre était notamment annoncée la révision du taux d'actualisation des provisions relatives aux centrales nucléaires en Belgique conduisant à un montant supplémentaire de provisions de 1,8 milliards d'euros. Depuis, le cours s'est partiellement repris et il évolue depuis lors aux alentours de 12 €.

La valeur est suivie activement par de nombreux analystes financiers. Leurs opinions continuent à être unanimement favorables ou neutres. La moyenne des objectifs, qui n'ont pas encore été révisés par une partie des analystes, fait apparaître une plus-value implicite élevée par rapport aux cours actuels, en particulier en raison de la baisse de ces

derniers. Toutefois, à la lumière des résultats au 30 septembre, plusieurs analystes ont révisé à la baisse leurs objectifs de cours, parfois de façon très importante à la suite d'une reconsidération plus globale de leur modèle d'évaluation de la valeur.

La Commission observe que l'évaluation de ENGIE amène à prendre en compte plusieurs facteurs d'incertitude importants qui concernent tant des éléments propres au groupe que des éléments relatifs au secteur et plus généralement au marché :

- certaines incertitudes propres à Engie, souvent mentionnées dans la période récente doivent encore être clarifiées, notamment : le coût de la fermeture annoncée en Australie de la centrale à charbon d'Hazelwood et de la mine attenante, les résultats de l'enquête ouverte au Luxembourg sur les accords fiscaux, les conséquences éventuelles sur le prix régulé de fourniture du gaz naturel de l'arrêt du 7 septembre 2016 de la Cour de Justice de l'Union européenne ;

- l'évaluation de ENGIE est dans le contexte actuel très dépendante des anticipations sur l'évolution des prix de marché de l'énergie. Ces prix ont connu dans la période récente de très fortes baisses, notamment le prix *day ahead* sur les principaux marchés de gaz en Europe. La reprise observée des prix à l'automne, au moins sur les marchés spot, s'est révélée, au moins pour celui de l'électricité, ne pas présenter un caractère durable garanti. En dépit de l'orientation décidée par le nouveau plan stratégique du groupe de réduire son exposition aux prix de marché, et des cessions déjà actées en ce sens, l'incertitude sur les prix continuera à peser sur les résultats du groupe, au moins dans les prochaines années. De plus le calendrier et les modalités des cessions et acquisitions restent en partie incertains, ce qui est noté de plus en plus souvent par les analystes. Ainsi il apparaît approprié de retenir un scénario prudent parmi ceux présentés par les banques conseils ;

- le marché boursier n'est pas favorable aux valeurs du secteur de l'énergie et plus généralement aux « utilities » et apparaît, comme cela a été dit, opérer un mouvement de rotation sectorielle défavorable aux valeurs défensives.

Le groupe ENGIE continue à disposer cependant d'atouts importants : présence dans des pays où la demande énergétique reste en expansion, récurrence des revenus des infrastructures, solidité de la structure financière.

En lançant son plan stratégique de transformation, le groupe a pris acte de la profonde mutation du secteur de l'énergie et en a tiré les conséquences. La forte génération de trésorerie résultant de l'activité, renforcée par le produit des cessions programmées, doit permettre de dégager les moyens nécessaires à la transformation profonde du groupe, sans qu'il puisse bien sûr y avoir de certitude sur le niveau de rentabilité qui sera ainsi atteint. Les programmes de réduction des coûts demeurent à cet égard un élément important pour l'avenir.

L'opération présentée à la Commission consiste en un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix. Le recours à cette procédure paraît approprié dans le contexte général du marché.

La Commission note que la cession envisagée permet à l'Etat de conserver une participation conforme aux dispositions légales, le niveau d'un tiers des droits de vote devant être à nouveau atteint dans le délai de deux ans prescrit par la loi. En ce qui concerne la protection des intérêts nationaux, l'Etat dispose, en outre, des droits liés à l'action spécifique dont il est titulaire.

XI.- 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 ENGIE ne saurait être inférieure à 11 euros par action soit globalement à environ 26,79 milliards d'euros pour 2 435 285 011 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 9 janvier 2017 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Danièle LAJOURMARD, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Yvon RAAK, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER