

## **Commission des participations et des transferts**

### **Avis n° 2017 - A. - 3 des 9 et 10 janvier 2017**

**relatif à l'augmentation de capital de New Areva Holding SA (NewCo)**

La Commission,

Vu la lettre en date du 6 janvier 2017 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 III de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, afin qu'elle puisse rendre un avis sur le prix des nouvelles actions qui seront émises dans le cadre des deux augmentations de capital envisagées pour New Areva Holding SA (« NewCo ») ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 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° 83-1116 du 21 décembre 1983 relatif à la société des participations du C.E.A., modifié en particulier par le décret n° 2016-17 du 14 janvier 2016 relatif à la société AREVA ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2005-A.C.-3 du 15 octobre 2005 relatif à la cession par Areva de FCI, n° 2010-A.C.-2 du 4 mai 2010 relatif au transfert au secteur privé par Areva d'Areva T&D, n° 2010-A.-4 du 22 décembre 2010 relatif à l'augmentation de capital d'Areva, n° 2015-A.C.-1 du 27 janvier 2015 relatif au transfert des activités d'éolien en mer d'Areva au secteur privé et n° 2016 - A.C. - 7 du 20 juin 2016 relatif au transfert au secteur privé par Areva du groupe Canberra ;

Vu les communiqués de la Présidence de la République des 3 juin 2015 et 27 janvier 2016 relatifs à la refondation de la filière nucléaire française ;

Vu la décision d'ouverture de procédure rendue publique par la Commission européenne le 19 juillet 2016 sous la référence « Aide d'Etat SA.44727 (2016/C) (ex 2016/N) –France Aide à la restructuration en faveur d'Areva » et le communiqué de la Commission européenne du 10 janvier 2017 intitulé « Aides d'Etat : le plan de restructuration du groupe français Areva obtient le feu vert de la Commission » ;

Vu les communiqués de presse communs du ministre de l'économie et de finances et du secrétaire d'Etat chargé de l'industrie :

- du 16 novembre 2016 relatif à la signature par EDF et AREVA des accords engageants pour la cession des activités d'AREVA NP ;
- du 15 décembre 2016 relatif au franchissement de nouvelles étapes décisives pour la restructuration et le nouveau développement d'AREVA ;

Vu le communiqué commun de l'Agence des participations de l'Etat, du CEA et de DCNS en date du 15 décembre 2016 relatif à la signature d'un accord engageant pour acquérir la participation d'Areva au capital d'Areva TA, spécialiste français de la propulsion nucléaire navale ;

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

- le communiqué du 27 janvier 2016 intitulé « Deux étapes clés du refinancement d'AREVA enclenchées » ;
- le communiqué de presse du 26 février 2016 sur les résultats de l'exercice 2015 ainsi que le document de présentation intitulé « Résultats annuels 2015 Areva » rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le document de référence 2015 d'Areva déposé auprès de l'Autorité des Marchés financiers le 12 avril 2016 sous le numéro D.16-0322 ;
- le communiqué de presse du 15 juin 2016 relatif à la restructuration du groupe ;
- le communiqué de presse du 1<sup>er</sup> juillet 2016 intitulé « Réalisation de la cession de Canberra à Mirion » ;
- le communiqué de presse du 28 juillet 2016 sur les résultats du premier semestre 2016 ainsi que le document de présentation intitulé « Résultats semestriels 2016 » rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le communiqué de presse du 15 septembre 2016 intitulé « Eolien : AREVA exerce l'option de cession à Gamesa de sa participation dans Adwen » ;
- le communiqué de presse du 20 septembre 2016 intitulé « Approbation par les porteurs d'obligations du projet d'apport partiel d'actif d'AREVA SA au bénéfice de New Co » ;
- le communiqué de presse du 27 octobre 2016 sur le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2016 ;
- le communiqué de presse du 3 novembre 2016 intitulé « Approbation par les actionnaires d'AREVA SA du projet d'apport partiel d'actifs d'AREVA SA au bénéfice de NEWCO » ;
- le communiqué de presse du 16 novembre 2016 intitulé « EDF et AREVA signent les accords engageants pour la cession des activités d'AREVA NP » ;
- le communiqué de presse du 15 décembre 2016 intitulé « Convocation de l'assemblée générale en vue d'autoriser l'augmentation de capital d'AREVA SA. Entrée d'investisseurs stratégiques au capital de NewCo » ;

Vu les documents relatifs à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'AREVA SA du 3 novembre 2016 et en particulier :

- le rapport du conseil d'administration ;
- le document de présentation intitulé « Assemblée générale extraordinaire 2016 - Jeudi 3 novembre 2016 - Paris La Défense » ;
- le « projet de traité d'apport partiel d'actifs placé sous le régime des scissions » en date du 30 août 2016 entre AREVA (en qualité de société apporteuse) et NEW AREVA HOLDING (en qualité de société bénéficiaire) ;
- le « rapport des commissaires à la scission sur la valeur des apports » en date du 30 septembre 2016 et établi par les cabinets Ledouble et Jean-Jacques Dedouit, commissaires à la scission ;
- le « rapport des commissaires à la scission sur la rémunération des apports » en date du 30 septembre 2016 et établi par les cabinets Ledouble et Jean-Jacques Dedouit, commissaires à la scission ;

Vu la note de présentation transmise à la Commission le 3 novembre 2016 par l'Agence des participations de l'Etat ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Messier, Maris & Associés, banque conseil de l'Etat, en date du 9 janvier 2017 ;

Vu le rapport établi par Goldman Sachs, banque conseil de l'Etat, en date du 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 8 novembre 2016 :

1/ conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par MM. Alexis ZAJDENWEBER, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat, Charles CLEMENT-FROMENTEL et Olivier FROMENT,
- les banques conseils de l'Etat, Goldman Sachs, représentée par MM. Renaud GUIDEE, Managing Director, et Sébastien d'AGOSTINO, et Messier Maris & Associés (MMA), représentée par M. Benjamin FREMAUX, Managing Director,
- le conseil juridique de l'Etat, le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier (DVMB), représenté par Maître Christophe VINSONNEAU, avocat à la Cour,
- la société AREVA représentée par MM. Philippe KNOCHE, directeur général, Stéphane LHOPITEAU et Cyril MOULIN,
- la banque conseil d'AREVA, Lazard, représentée par M. Julien VIDEAU, gérant,
- le conseil juridique d'AREVA, le cabinet Allen&Overy représenté par Maître Frédéric MOREAU, avocat à la Cour ;

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

- 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. Alexis ZAJDENWEBER, directeur de participations, Charles CLEMENT-FROMENTEL et Olivier FROMENT,
- les banques conseils de l'Etat, Goldman Sachs, représentée par MM. Pierre HUDRY, co-gérant, et Sébastien d'AGOSTINO, et Messier Maris & Associés (MMA), représentée par M. Benjamin FREMAUX, Managing Director,
- le conseil juridique de l'Etat, le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier (DVMB), représenté par Maître Christophe VINSONNEAU, avocat à la Cour,
- la société AREVA représentée par MM. Cyril MOULIN, directeur des fusions et acquisitions, et Olivier THELOT,
- la banque conseil d'AREVA, Lazard, représentée par M. Julien VIDEAU, gérant,

- le conseil juridique d'AREVA, le cabinet Allen&Overy représenté par Maître Frédéric MOREAU, avocat à la Cour ;

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 dans les termes suivants :

« Le groupe AREVA est engagé depuis juin 2015 dans un plan de restructuration juridique et financière prévoyant notamment i) le transfert du contrôle des activités d'AREVA NP à EDF, ii) le recentrage du Groupe sur son cœur d'activité qu'est le cycle du combustible nucléaire, iii) ainsi qu'une recapitalisation à hauteur de 5Mds€ en faveur du groupe AREVA, souscrite par l'Etat et des investisseurs tiers.

Dans le cadre du recentrage du Groupe sur les activités du cycle du combustible nucléaire, le conseil d'administration d'AREVA du 10 novembre 2016 a constaté la réalisation définitive de l'apport partiel d'actifs consenti par AREVA SA au bénéfice de sa filiale New Areva Holding SA (ci-après « NewCo »), incluant le transfert des activités du cycle du combustible nucléaire et de la dette obligataire. L'intégralité du capital de NewCo est à ce jour détenue par AREVA SA, dont le capital est détenu à 83,2% par l'Etat et le CEA.

Sous réserve de l'autorisation de la Commission européenne, il est désormais envisagé de réaliser une augmentation de capital de NewCo d'un montant de 2,5Mds€ réservée à l'Etat, suivie d'une seconde augmentation de capital réservée à des investisseurs japonais (MHI, JNFL) pour un montant de 500M€.

J'ai l'honneur de saisir votre Commission, en application de l'article 26-III de l'ordonnance du 20 août 2014, afin qu'elle puisse rendre un avis sur le prix des nouvelles actions émises dans le cadre des deux augmentations de capital envisagées pour NewCo. »

Conformément aux articles 27-I et 29 troisième alinéa de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission est appelée à déterminer la valeur de la société NewCo.

II.- Le groupe AREVA a été créé en 2001 par le regroupement de deux acteurs majeurs en France du secteur de l'énergie nucléaire, qui étaient sous le contrôle du CEA via CEA Industrie, Cogema (mines d'uranium, enrichissement et retraitement) et Framatome (centrales nucléaire, combustible et services), ainsi que des participations du CEA dans STMicroelectronics et Eramet (depuis cédées). Les activités nucléaires de Siemens étaient dans le même temps fusionnées avec celles de Framatome dans la société aujourd'hui dénommée AREVA NP (Siemens se retirant du capital de celle-ci en 2009).

AREVA a complété progressivement ses activités, dans la construction de nouvelles centrales nucléaires (EPR), l'investissement dans des sociétés minières d'uranium et d'autres activités ultérieurement cédées (connectique, transmission et distribution acquis du groupe Alstom, énergies renouvelables).

AREVA s'est ainsi imposé comme un acteur majeur sur l'ensemble de la chaîne du nucléaire :

- l'amont : extraction minière (AREVA est en 2015 le troisième producteur mondial d'uranium avec 16% du marché), enrichissement du minerai (AREVA est en 2015 le troisième acteur mondial avec 25% des capacités), fabrication du combustible ;
- la construction de réacteurs, les équipements et services liés ;
- l'aval : traitement et recyclage du combustible usé (premier acteur mondial), logistique et ingénierie.

III.- Le groupe AREVA, escomptant une nouvelle phase de développement de l'industrie nucléaire, a décidé à la fin des années 2000 de procéder à des investissements très importants qui imposaient la mise en place d'un plan de financement.

En 2010, l'action AREVA était cotée sur Euronext par échange des certificats d'investissements. Le capital était de plus ouvert à un partenaire financier (Kuwait Investment Authority) qui en détient aujourd'hui 4,82 %. Dans le même temps AREVA procédait à un certain nombre de cessions, notamment d'AREVA T&D fin 2010.

AREVA, engagé dans sa stratégie de développement, a alors été très brutalement affecté par des difficultés multiples, les unes liées à son environnement et les autres qui lui étaient propres :

- le secteur de l'énergie connaît une mutation rapide caractérisée notamment par une forte baisse des prix de marché du gaz et de l'électricité, ainsi que de l'uranium,
- l'accident de la centrale nucléaire de Fukushima-Daiichi en mars 2011 a compromis la nouvelle phase escomptée de développement du nucléaire et conduit plusieurs pays à considérer une évolution du mix énergétique diminuant la part du nucléaire voire l'excluant (Allemagne en particulier),
- certains investissements d'AREVA ne se sont pas révélés rentables, notamment dans le secteur minier (tant à cause de la baisse des prix de l'uranium que de perspectives de production décevantes) ou dans celui de l'éolien (Adwen, cédé depuis),
- AREVA a connu des difficultés industrielles en particulier dans la construction des premiers EPR (à OL3 en Finlande et à Flamanville 3 en France), difficultés génératrices de retards et de surcoûts considérables ; des anomalies ont été révélées par ailleurs dans les process de sa fonderie du Creusot.

L'ensemble de ces difficultés, qui pour la plupart ne sont au demeurant pas résolues à la date d'aujourd'hui, ont conduit le groupe AREVA à publier des résultats

lourdement déficitaires, tous les exercices sur les cinq dernières années conduisant à une perte nette part du groupe : 2,4 milliards d'euros en 2011, 0,1 milliard en 2012, 0,5 milliard en 2013, 4,8 milliards en 2014 et 2,0 milliards en 2015.

L'ampleur des difficultés rencontrées par AREVA et des pertes en résultant mettait en cause la viabilité du groupe.

IV.- Face à cette situation, l'Etat, observant que la filière nucléaire française « est essentielle à l'indépendance énergétique de notre pays, à la réussite de la transition énergétique et à la production d'énergie décarbonée », s'engageait en 2015 dans un projet de refondation de cette filière porté par EDF et AREVA.

Les grandes lignes de cette refondation ont été définies dans les communiqués de la Présidence de la République des 3 juin 2015 et 27 janvier 2016 :

- recentrage d'AREVA sur son cœur de métier qui est le cycle du combustible nucléaire y compris les activités minières ;
- acquisition par EDF de la majorité du capital d'AREVA NP qui rassemble les activités industrielles de construction de réacteurs, d'assemblage de combustible et de service à la base installée ;
- acquisition par l'Etat de la majorité d'AREVA TA qui produit des réacteurs nucléaires de petite et moyenne puissance et en particulier ceux destinés à la propulsion navale (sous-marins et porte-avions nucléaires) ;
- augmentation de capital d'AREVA à laquelle des investisseurs tiers minoritaires seront conviés.

V.- Les différentes étapes de la refondation de la filière nucléaire française sont progressivement mises en œuvre.

AREVA est recentré sur son cœur de métier :

- les cessions d'activités diverses sont poursuivies, notamment celles de Canberra (1<sup>er</sup> juillet 2016) et d'Adwen (cession totale le 5 janvier 2017) ;
- le 3 novembre 2016, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'AREVA SA a approuvé l'apport partiel d'actifs consenti par AREVA SA au bénéfice de New Areva Holding (NewCo) incluant le transfert des activités du cycle du combustible nucléaire et de la dette obligataire ;
- le 16 novembre 2016, EDF et AREVA ont signé des accords engageants pour la prise de contrôle par EDF d'AREVA NP (cette dernière évaluée à 2,5 milliards d'euros hors ajustements et sans reprise de dette financière) ;
- le 15 décembre 2016, l'Etat, le CEA et DCNS ont signé un accord engageant pour acquérir la participation de 83,6 % d'Areva au capital d'AREVA TA.

Le 15 décembre 2016 les modalités de la recapitalisation d'AREVA SA et de NewCo ont été annoncées :

- l'assemblée générale d'AREVA SA a été convoquée pour le 3 février 2017 en vue d'autoriser l'augmentation de capital de la société à hauteur de 2 milliards d'euros dont la souscription sera exclusivement réservée à l'Etat sous réserve des conditions posées par la Commission européenne ;

- sous réserve de ces conditions NewCo bénéficiera d'une augmentation de capital de 3 milliards d'euros qui sera souscrite par l'Etat et d'autres investisseurs stratégiques, l'Etat détenant in fine plus des deux-tiers du capital. Deux investisseurs ont remis des offres le 15 décembre 2016 à hauteur de 250 millions d'euros chacun : Mitsubishi Heavy Industries (MHI) et Japan Nuclear Fuel Limited (JNFL). L'augmentation de capital de NewCo est envisagée sur la base d'un prix unique cohérent avec la valeur qui a été retenue pour l'apport partiel d'actif.

Le plan de restructuration du groupe AREVA était soumis au titre des aides d'Etat à l'autorisation de la Commission européenne qui a annoncé le 10 janvier 2017 avoir conclu « que le projet de la France d'octroyer une aide à AREVA sous la forme d'une injection de capitaux de 4,5 milliards d'euros est conforme aux règles de l'UE en matière d'aides d'Etat ». L'autorisation étant assortie de conditions suspensives, la Commission a approuvé un prêt d'un montant de 3,3 milliards d'euros de l'Etat français à AREVA afin de combler les besoins de liquidité au cours des prochains mois. Les deux conditions suspensives sont la conclusion favorable de l'inspection de l'Autorité de Sécurité Nucléaire (ASN) sur la cuve de la centrale de Flamanville et l'autorisation de l'investissement d'EDF dans AREVA NP par la Commission européenne elle-même au titre des concentrations.

VI.- Comme il est expliqué au point I du présent avis, la Commission des participations et des transferts est saisie par le ministre chargé de l'économie sur le prix de l'augmentation de capital de NewCo. Elle est donc appelée à déterminer la valeur de la société NewCo.

La société NewCo résulte de l'apport partiel d'actifs par AREVA SA (mentionné au point V) à une société préexistante, filiale d'AREVA SA, détentrice d'un portefeuille financier de taille réduite.

Les apports effectués par AREVA SA sont de deux natures différentes :

- des apports d'actifs miniers et industriels :

. AREVA MINES comprend les mines en exploitation au Canada, au Kazakhstan, en Namibie et au Niger, l'activité de trading (UG) et les gisements non exploités au Canada et en Afrique et représentait un chiffre d'affaires d'environ 1,4 milliard d'euros en 2015 et un résultat opérationnel de 183 millions d'euros (grevé par des corrections de valeurs d'environ 400 millions) ;

. pour l'essentiel actuellement regroupées dans la filiale AREVA NC, les activités amont et aval liées au cycle du combustible nucléaire (chimie et enrichissement, recyclage, démantèlement et services, logistique, projets internationaux, AREVA Med) représentaient un chiffre d'affaires d'environ 2,7 milliards d'euros en 2015 et un résultat opérationnel de - 80 millions (grevé par des corrections de valeurs de 200 millions) ;

- des apports financiers composés d'une part de l'ensemble de la dette obligataire d'AREVA SA (4,9 milliards d'euros) et d'autre part d'un montant de trésorerie (1,2 milliard d'euros).

Il est observé que, du fait des apports auxquels elle a procédé au bénéfice de NewCo, et de la cession programmée d'AREVA NP et d'AREVA TA, la société AREVA SA, en ce qui la concerne, ne conservera, pour l'essentiel, que le contrat relatif à OL3, la dette bancaire et de la trésorerie.

VII.- La Commission a disposé d'un rapport d'évaluation de NewCo établi par Messier, Maris & Associés, banque conseil de l'Etat.

Comme il vient d'être exposé, l'évaluation de NewCo repose pour l'essentiel sur l'évaluation des apports qui lui ont été faits par AREVA SA. La valeur de ces apports a fait l'objet d'un rapport des commissaires à la scission qui décrivent les diligences auxquelles ils ont procédé conformément à leur doctrine professionnelle. En sus de leurs diligences propres, les commissaires précisent qu'ils ont examiné la valorisation financière réalisée par la banque conseil de la société AREVA, portant sur l'activité apportée et que cette valorisation a sous-tendu le calcul, en valeur réelle, de la rémunération des apports dans le cadre de l'apport.

La Commission a examiné à son tour les différents travaux d'évaluation effectués et a auditionné le groupe AREVA, l'Agence des participations de l'Etat et leurs conseils. Elle a en particulier porté son attention sur les perspectives d'avenir de NewCo telles que retracées dans les perspectives financières à la base des évaluations, le plan d'affaires ayant été validé par le conseil d'administration d'AREVA en août 2016.

La valorisation des activités apportées à NewCo a été effectuée sur une base multicritères selon les méthodes suivantes :

- les activités mines ont été évaluées selon la somme des parties et en particulier
  - . les mines en activité ont été valorisées selon la méthode de l'actualisation des flux jusqu'à épuisement des réserves avec un taux d'actualisation calculé région par région (avec un beta calculé selon une moyenne des comparables),
  - . les mines non exploitées ont été valorisées selon le multiple valeur d'entreprise/ressources implicite à la cotation de sociétés comparables ou à des transactions comparables,
  - . le trading a été évalué selon la méthode de l'actualisation des flux ;

- les autres activités ont été également évaluées selon la somme des parties en considérant chacune des business units

- . Chimie-enrichissement,
- . Logistique,
- . Recyclage,
- . Démantèlement et Services,
- . Projets Internationaux,
- . AREVA Med.

Chacune de ces unités a été évaluée à titre principal selon la méthode de l'actualisation des flux sur la base d'une trajectoire financière détaillée à long terme présentée par le management et avec un taux d'actualisation spécifique.



A titre indicatif, chaque unité (sauf AREVA Med où ce n'était pas possible) a également été évaluée selon la méthode des comparables boursiers. Dans chaque cas, un échantillon de sociétés cotées comparables a été établi et ont été considérés les multiples valeur d'entreprise / EBITDA et valeur d'entreprise / EBIT sur les années 2015, 2016 et 2017.

Les titres d'AREVA Enrichment Services Inc. ont fait quant à eux l'objet d'une expertise indépendante spécifique.

Des tests de sensibilité aux variations des principaux paramètres, en particulier des taux d'actualisation, ont été menés.

A la valorisation des activités précitées apportées à NewCo s'ajoute la valorisation des activités support, des autres filiales et participations et de la dette financière nette (principalement représentée par la dette obligataire apportée et le complément de trésorerie). La situation fiscale nette est intégrée. Les éléments propres à NewCo avant les apports ont en raison de leur nature essentiellement financière une valeur égale à leur valeur comptable, comme le précisent les commissaires à la scission dans leur rapport sur la rémunération des apports.

Il est observé que, bien qu'établie avant augmentation de capital, l'évaluation suppose la réalisation de celle-ci puisqu'elle est intégrée dans la trajectoire financière de l'entreprise qui à défaut ne pourrait poursuivre son activité.

IX.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées, la Commission estime que la valeur de NewCo, avant augmentation de capital, est correctement évaluée à 2 milliards d'euros, soit environ 18,93 € par action (105 661 110 actions composant le capital social).

Adopté dans les séances du 9 et du 10 janvier 2017 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Daniele LAJOURNARD, M. Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Yvon RAAK, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER