

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2017 - A. - 12 des 23 et 26 octobre 2017

relatif à une cession de titres de Renault

La Commission,

Vu la lettre en date du 20 octobre 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 Renault ;

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° 95-841 du 17 juillet 1995 autorisant le transfert au secteur privé de la Régie nationale des usines Renault ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts du 22 octobre 1990, n° 93-A.-7 du 4 novembre 1993, n° 94-A.-9 du 27 septembre 1994, n° 94-A.C.-9 du 28 septembre 1994, n° 94-A.-11 du 13 octobre 1994, n° 94-A.C.-11 du 2 novembre 1994, n° 94-A.C.-12/A.-13 du 2 novembre 1994, n° 95-A.-10 du 31 août 1995, n° 95-A.C.-17 du 14 septembre 1995, n° 96-A.C.-4 du 13 juin 1996, n° 96-A.C.-5 du 2 juillet 1996, n° 2002-A.C.-1 du 19 mars 2002, n° 2002-A.-6 du 26 mars 2002, n° 2002-A.-7 du 26 mars 2002, n° 2003-A.-1 du 25 juillet 2003, n° 2003-A.-2 du 28 juillet 2003 et n° 2003-A.-4 du 14 octobre 2003 ;

Vu les communiqués des 8 avril, 22 avril et 7 octobre 2015 de l'Agence des participations de l'Etat ;

Vu les documents d'information financière publiés par le groupe Renault et en particulier :

- les communiqués de presse de Groupe Renault et Renault-Nissan du 11 décembre 2015 ;
- le communiqué du 12 mai 2016 de Nissan Motor Corporation et Mitsubishi Motors Corporation intitulé « Nissan and Mitsubishi Motors Forge Strategic Alliance » ;
- le document de référence 2016 de Renault déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 5 avril 2017 ;
- le communiqué de presse de Renault Nissan Mitsubishi du 27 juillet 2017 relatif aux ventes de l'Alliance au premier semestre 2017 ;
- le communiqué de presse du 28 juillet 2017 relatif aux résultats financiers du premier semestre 2017 ;
- le rapport d'activité du premier semestre 2017 du groupe Renault
- le communiqué de presse de Renault Nissan Mitsubishi « Alliance 2022 » du 15 septembre 2017 ;

- le communiqué de presse du 6 octobre 2017 sur le nouveau plan stratégique du groupe Renault « Drive the Future » ainsi que le document « MID-TERM PLAN 2017 – 2022 » rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le communiqué de presse du 24 octobre 2017 sur le chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2017 ainsi que la note de présentation aux analystes « Q3 2017 Conference » rendue publique le même jour sur le site internet de la société ;

Vu les documents d'information financière publiés par Nissan Motor Corporation et en particulier :

- le communiqué de presse du 11 mai 2017 sur les résultats de l'exercice fiscal avril 2016-mars 2017 ainsi que les documents d'information financière rendus publics le même jour sur le site internet de la société ;
- le communiqué de presse du 27 juillet 2017 de Nissan Motor Corporation relatif aux résultats du premier trimestre de l'exercice fiscal avril 2017-mars 2018 ;
- le communiqué de presse du 19 octobre 2017 ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Deutsche Bank, banque conseil de l'Etat, et transmis à la Commission le 20 octobre 2017 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 20 octobre 2017 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 23 octobre 2017

- le ministre chargé de l'économie représenté par MM. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'Agence des participations de l'Etat, Pierre JEANNIN, François CHAMPARNAUD et Jérémie GUE, assisté de sa banque conseil Deutsche Bank représentée par MM. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director, Julien FABRE et Antoine THEVENOT ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 20 octobre 2017, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société Renault, actuellement détenue à hauteur de 19,74 % (et 27,88 % 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 14 millions d'actions soit environ 4,73 % du capital de Renault.

La cession sur le marché de 12,6 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, 1,4 millions de titres) seront proposés aux salariés et anciens salariés de Renault dans des conditions qui seront déterminées par arrêté.

II.- Détenu par l'Etat depuis 1945, Renault a été transformé en société anonyme en 1990, son capital a été introduit en bourse en 1994 et la majorité en a été transférée au secteur privé en juillet 1996.

Renault a conclu en mars 1999 une alliance avec Nissan Motor (ci-après dénommé Nissan), alors deuxième constructeur automobile japonais, qui connaissait des difficultés importantes, notamment sur le plan financier. Il a acquis dans ce cadre une participation de 36,8% dans Nissan, par voie d'augmentation de capital de celui-ci.

En 2001, un nouvel accord met en place les structures de l'Alliance Renault-Nissan et Renault monte à 44,4 % du capital de Nissan tandis que celui-ci acquiert 15 % du capital de Renault (sans exercer de droits de vote du fait des participations croisées).

En avril 2010, l'Alliance Renault-Nissan conclut un partenariat avec Daimler renforcé par des participations croisées entre les trois sociétés. Daimler a acquis ainsi 3,1 % du capital de Renault.

En mai 2016, Nissan et Mitsubishi Motors Corporation (ci-après dénommé Mitsubishi) ont conclu un accord aux termes duquel Nissan est devenu le premier actionnaire de Mitsubishi en acquérant 34 % du capital de ce dernier.

La répartition du capital de Renault est actuellement la suivante :

Etat français : 19,74 % (27,88 % des droits de vote)
 Nissan : 15,00 % (21,18 % des droits de vote mais non exerçables)
 Daimler AG : 3,10 % (4,38 % des droits de vote)
 salariés : 2,09 % (2,94 % des droits de vote)
 autodétention : 1,57 % (2,22 % des droits de vote mais non exerçables)
 public : 58,50 % (41,40 % des droits de vote)

Le niveau actuel de la participation de l'Etat résulte, en sus de sa participation antérieure de 15 %, de l'acquisition par celui-ci en avril 2015 de 14 millions d'actions de la société (environ 4,73 % du capital) en vue de se donner les moyens de soutenir l'adoption des droits de vote doubles par Renault alors qu'une résolution s'opposant à leur introduction allait être soumise au vote des actionnaires à l'assemblée générale du 30 avril 2015. Cette résolution n'a pas été adoptée et ainsi les droits de vote double ont été mis en vigueur chez Renault dans les conditions prévues par la loi.

L'Etat détient ainsi actuellement 27,88 % des droits de vote de Renault ; leur exercice dépend de deux éléments :

- le niveau de sa participation en capital, étant observé que l'Etat a confirmé le 7 octobre 2015 son intention de revenir à terme au niveau de participation antérieur à son acquisition d'avril 2015, ce que l'opération objet du présent avis vise à réaliser ;
- l'application des accords qui ont été conclus le 11 décembre 2015 entre l'Etat, Renault et Nissan et qui contiennent en particulier des clauses relatives à l'exercice par l'Etat de ses droits de vote dans Renault.

III.- Renault est un constructeur automobile généraliste qui se classe pour 2016 au 10^{ème} rang mondial des producteurs. Il construit principalement des véhicules particuliers (84%) mais aussi des véhicules utilitaires et industriels (16%). Les automobiles sont vendues sous les marques Renault (78%), Dacia (18%) et Renault Samsung (4%). Dacia, dont le contrôle a été acquis par Renault en 1999, a connu depuis 2004 une très forte croissance des ventes grâce à ses modèles de véhicules économiques vendus tant dans les pays émergents que sur les marchés matures.

Renault, après avoir subi à partir des années 2000 une régression de ses ventes, en raison de différentes difficultés (recul en Europe, échec de certains modèles, vieillissement de la gamme), connaît à nouveau une croissance ces dernières années.

La création de l'Alliance Renault-Nissan à partir de 1999 a fait émerger un nouvel ensemble qui se classe au quatrième rang mondial des producteurs. Le rapprochement des deux groupes a permis la réalisation de synergies et la participation dans Nissan a apporté une contribution importante aux résultats de Renault au cours des dernières années.

Fin 2012, l'Alliance Renault-Nissan a conclu un accord avec les actionnaires russes d'Avtovaz, premier constructeur automobile national en Russie (marque Lada), en vue d'en prendre la majorité du capital à travers une société commune avec le holding public russe Rostec. Renault détient, depuis l'augmentation de capital de fin 2016 et le rachat de la part de Nissan en septembre 2017, la majorité du capital et des droits de vote de la société commune qui détient elle-même la majorité dans Avtovaz. Avtovaz a connu toutefois une baisse accentuée de ses volumes de ventes qui a conduit à d'importantes restructurations. Les premiers signes positifs de redressement sont désormais enregistrés.

L'Alliance Renault-Nissan a conclu d'autres partenariats qui prennent la forme d'accords de collaboration stratégique avec Daimler (accompagné de participations croisées), Dongfeng Motor et Ashok Leyland.

La collaboration déjà existante de l'Alliance avec Mitsubishi a pris un tournant en mai 2016 lorsque Nissan et Mitsubishi ont conclu le partenariat stratégique déjà évoqué comportant l'entrée à hauteur de 34 % de Nissan au capital de Mitsubishi. Les trois partenaires constituent ainsi la plus grande alliance automobile du monde qui a vendu au total près de 10 millions de véhicules en 2016.

Le groupe Renault présente son activité en trois secteurs (les pourcentages ci-après sont ceux de l'exercice 2016, étant observé que la part des entreprises associées varie d'un exercice à l'autre) :

- Automobile hors Avtovaz

Ce secteur regroupe :

. les activités de production, de commercialisation et de distribution de véhicules particuliers et utilitaires légers, les filiales de service automobile et celles assurant la gestion de trésorerie du secteur (environ 44 % du résultat net avant impôts)

. la part dans le résultat des entreprises associées du domaine automobile qui sont mises en équivalence dans les comptes consolidés, la principale étant Nissan (cette part représente 36 % du résultat net avant impôts) ;

- Financement des ventes

Ce secteur comprend les prestations de financement des ventes (plus du tiers des véhicules vendus par l'Alliance Renault-Nissan) via la filiale bancaire RCI Banque qui développe aussi des produits d'épargne (20% du résultat net avant impôts) ;

- Avtovaz

Premier constructeur automobile de Russie (marque Lada), Avtovaz produit aussi des véhicules pour Renault et Nissan. La prise de contrôle par Renault n'étant intervenue qu'en fin d'année, les résultats (négatifs) d'Avtovaz ont continué à être inclus par mise en équivalence dans les comptes consolidés pour l'exercice 2016

La répartition géographique du chiffre d'affaires consolidé pour l'exercice 2016, selon la zone d'implantation de la clientèle, est la suivante : France 23%, Europe hors France 42%, Amériques 8%, Asie-Pacifique 11%, Eurasie 8% et Afrique-Moyen-Orient-Inde 8%.

Le groupe Renault emploie environ 120 000 personnes dans le monde.

IV.- Sur les cinq derniers exercices, Renault a affiché un résultat net positif dont la contribution des résultats de Nissan a constitué une part déterminante certaines années.

L'exercice 2016 a été caractérisé par une progression de l'ensemble des agrégats financiers. Le chiffre d'affaires de 51,2 milliards d'euros a progressé de 13,1% par rapport à 2015 (+17 % à taux de change constant). La progression dans le secteur automobile (+13,7 %) est due tant à un effet volume (hausse de 13,3 % des immatriculations) qu'à un effet prix grâce notamment à l'impact positif des nouveaux modèles. Le secteur du financement des ventes est également en progression. Au total, la marge opérationnelle du groupe progresse de 5,2 % du chiffre d'affaires à 6,4 %. Le résultat d'exploitation s'établit à 3,28 milliards d'euros, en hausse de près de 51 %. La contribution des entreprises associées a par contre diminué de 16 % à 1,64 milliard en particulier du fait de la réduction de la contribution de Nissan (-12 %) qui s'explique notamment par la baisse de son chiffre d'affaires suite à l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar américain. Au total, le résultat net consolidé part du groupe s'élève à 3,42 milliards d'euros (+21 %). En 2014, Renault a par ailleurs atteint son objectif d'un cash-flow libre opérationnel positif (1,1 milliard d'euros) du secteur de l'automobile.

Au 31 décembre 2016, les capitaux propres consolidés s'élèvent à 30,9 milliards d'euros (+8,5 % par rapport au 31 décembre 2014 grâce essentiellement au résultat global de l'exercice 2016). Le secteur Automobile présente une trésorerie positive (2,72 milliards) en hausse de 2% après intégration de la dette financière nette d'Avtovaz (et 3,92 millions d'euros avant).

Renault a redéfini sa politique de distribution à compter du dividende afférent à l'exercice 2014 avec l'objectif d'offrir aux actionnaires un rendement au moins comparable à celui de la moyenne des constructeurs automobiles européens. Il a ainsi servi un dividende par action de 1,90 € pour 2014, 2,40 € pour 2015 et 3,15 € pour 2016.

Le groupe Renault rend de plus régulièrement publiques des informations sur l'activité globale de l'Alliance Renault-Nissan. Pour l'exercice 2016, l'Alliance a ainsi réalisé un chiffre d'affaires global de 140 milliards d'euros, un résultat d'exploitation de 8,2 milliards et un résultat net de 6 milliards. La marge opérationnelle représente 6,5 % du chiffre d'affaires.

Nissan a pour sa part présenté le 11 mai 2017 ses résultats sur l'année fiscale avril 2016-mars 2017. La progression du chiffre d'affaires (+6,4 %) et du résultat opérationnel (+29 %) hors effet de change a été plus que compensée par l'impact très négatif de cet effet conduisant à une baisse tant du chiffre d'affaires (-3,9 %) que du résultat opérationnel (-6,4%) publiés. Le résultat net est toutefois en progression à 663,5 milliards de yens (+26,7 %) grâce en grande partie à des éléments exceptionnels.

Le 28 juillet 2017, le groupe Renault a rendu publics ses résultats pour le premier semestre 2017. Par rapport à la même période de 2016, le chiffre d'affaires a progressé de 17,3% pour atteindre 29,5 milliards d'euros (hors impact de la consolidation d'Avtovaz il a progressé de 12,2%). La part de marché du groupe a particulièrement progressé en Russie, en Chine, au Maghreb et en Amérique du Sud alors qu'elle a légèrement reculé en France. La hausse du chiffre d'affaires est due à celle du volume des ventes et à un important effet prix lié au renouvellement de la gamme. L'activité de financement des ventes de RCI Banque a connu pour sa part une forte hausse (augmentation des actifs productifs moyens de 20%).

La marge opérationnelle a progressé de 18% et le résultat d'exploitation a atteint 1,79 milliards (+ 21%). La contribution de Nissan est en forte hausse à 1,29 milliard (contre 0,75 au premier semestre 2016), du fait de charges non récurrentes en 2016 et d'un produit relatif à la cession de filiales en 2017. Elle explique pour l'essentiel la forte augmentation de résultat net part du groupe qui s'élève à 2,38 milliards d'euros (+ 58%, et +20% hors la hausse de la contribution de Nissan). Le cash-flow libre opérationnel de l'automobile est en diminution de 15%.

Les fonds propres consolidés du groupe Renault au 30 juin 2017 sont de 31,7 milliards d'euros, en hausse de 2,3% par rapport au 31 décembre 2016, grâce aux résultats du premier semestre. La position nette de liquidité du secteur automobile (y inclus Avtovaz) est à 2,43 milliards en retrait par rapport au 31 décembre 2016 (- 11%).

Le groupe Renault a également rendu publics des indicateurs concernant l'ensemble de l'Alliance Renault-Nissan pour le premier semestre 2017. Le chiffre d'affaires s'élève à 76,8 milliards d'euros, la marge opérationnelle à 4,87 milliards, le résultat d'exploitation à 5,52 milliards et le résultat net à 4,22 milliards.

Le 24 octobre 2017, le groupe Renault a rendu public son chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 2017. Il s'élève à 12,2 milliards d'euros soit une hausse de 9,8%, hors effet de la consolidation d'Avtovaz, par rapport à la même période de 2016. Le progrès de l'activité a concerné tant le secteur automobile (+9,9%), qui a continué à bénéficier d'effets

favorables des volumes et des prix, que celui du financement des ventes (+9,5%). Les zones les plus porteuses pour l'automobile continuent à être la Chine, la Russie et l'Amérique du Sud.

V.- Le groupe Renault a présenté fin 2016 un bilan très positif de la mise en œuvre de son plan stratégique « Drive the Change » initié en 2011 et destiné à couvrir les exercices jusqu'en 2017. Il a indiqué que les objectifs du plan ont été atteints et dépassés avec un an d'avance.

Pour 2017, sur la base d'une hypothèse révisée de croissance du marché mondial de l'automobile de 2 % à 3 % par rapport à 2016, et après consolidation d'Avtovaz, le Groupe Renault a confirmé, lors de l'annonce des résultats du premier semestre 2017 puis du chiffre d'affaires du troisième trimestre, ses objectifs :

- accroître son chiffre d'affaires au-delà de l'impact d'Avtovaz (à taux de change constants),
- accroître la marge opérationnelle du Groupe en euros,
- générer un free cash-flow opérationnel de l'automobile positif.

Le 6 octobre 2017, le groupe Renault a rendu public son nouveau plan stratégique à horizon 2022 : « Drive the Future 2017-2022 ».

Les objectifs énoncés par ce plan sont :

- atteindre en 2022 un chiffre d'affaires de plus de 70 milliards d'euros (au taux de change du consensus bancaire),
- réaliser en 2022 une marge opérationnelle du groupe de plus de 7%, soit plus de 50% d'augmentation en valeur, avec un plancher à 5 % sur la durée du plan,
- générer un flux de trésorerie positif chaque année,
- réaliser 4,2 milliards d'euros d'économies, sur toute la durée du plan, en travaillant globalement sur l'ensemble de la chaîne de création de valeur (méthode *monozukuri*),
- effectuer 18 milliards d'euros d'investissement en recherche et développement,
- vendre en 2022 plus de 5 millions de véhicules (soit une hausse de 40%), avec doublement des ventes en dehors de l'Europe, grâce notamment au renforcement de la présence en Russie et à l'accélération des activités en Chine,
- avoir le leadership sur le véhicule électrique avec 8 modèles électriques et 12 modèles électrifiés.

Le plan du groupe Renault s'inscrit dans le plan stratégique « Alliance 2022 » de l'alliance Renault-Nissan-Mitsubishi, qui a été rendu public le 15 septembre 2017, et qui vise au doublement des synergies annuelles de l'alliance en vue de générer 10 milliards d'euros de synergies à la fin du plan. Les objectifs de ce plan sont les suivants :

- produire en 2022 plus de neuf millions de véhicules sur quatre plateformes communes,
- augmenter la proportion de motorisations communes, passant d'un tiers à trois quart de moteurs partagés,
- générer de nouvelles synergies via le partage de technologies dans les domaines de l'électrification, la connectivité et la conduite autonome,
- proposer 12 nouveaux modèles 100% électriques, avec des plateformes et des composants partagés,
- développer 40 nouveaux véhicules dotés de technologie de conduite autonome,
- devenir un opérateur de services de mobilité à la demande par véhicules robotisés.

VI.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de Renault 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 la banque conseil de l'Etat qui propose quatre approches de valorisation de Renault :

a- la somme des valorisations des principaux actifs (somme des parties) :

La banque conseil évalue successivement Renault Automobile, RCI Banque et les participations dans Nissan, Daimler et Avtovaz.

- Renault Automobile est valorisé par la méthode de l'actualisation des flux (DCF) sur la base d'un plan d'affaires établi par la banque jusqu'en 2021 qui prend en compte les objectifs financiers du plan stratégique 2017-2022 de l'entreprise ainsi que, pour les années 2017 à 2019, les prévisions d'analystes. Les hypothèses principales portent sur l'évolution du chiffre d'affaires, de la marge opérationnelle et du montant des investissements. La nature cyclique du secteur automobile conduit la banque à intégrer un ralentissement de la progression du chiffre d'affaires à compter de 2019. La valeur terminale est calculée à partir d'une année normative et d'un taux de croissance à l'infini de 1,6 %. Les flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital estimé à 12 % par la banque. La banque montre que son évaluation DCF de Renault Automobile est cohérente avec la méthode des comparables boursiers en analysant le multiple valeur d'entreprise/EBITDA des constructeurs européens ;

- la participation dans Nissan est évaluée principalement par référence au cours de bourse et par actualisation des dividendes futurs au coût des capitaux propres. La banque conseil soustrait la valeur de la participation de Nissan dans Renault (pour éliminer la boucle d'auto-contrôle) et applique au cours de bourse une décote de holding de 20 %. Compte tenu de l'importance de Nissan, la banque l'évalue également selon la même approche que Renault Automobile par la méthode de l'actualisation des flux. Pour le calcul de la valeur terminale un taux de croissance à l'infini de 1,3 % est retenu. Les flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital estimé à 10,5 % par la banque ;

- la participation dans Daimler est évaluée sur la base des cours de bourse moyens pondérés ;

- RCI Banque est évalué selon la méthode des multiples de sociétés comparables. La banque conseil étudie pour les années 2016 et 2017, sur un échantillon de 30 banques européennes, le multiple capitalisation boursière sur situation nette corrigée des survaleurs et le multiple résultat net sur valeur comptable des fonds propres.

Au total la valeur de Renault est obtenue par la somme des différentes parties et après prise en compte des éléments de passif et d'actif de Renault Automobile (trésorerie nette, provisions notamment pour retraites et restructuration), ce secteur ayant été évalué par actualisation des flux.

b- l'application du multiple de résultat net moyen des sociétés cotées comparables :

La banque étudie les multiples de résultat net moyen (P/E) estimé pour les années 2017 et 2018 de 14 constructeurs automobiles cotés dans le monde (en Europe, aux Etats-Unis, au Japon et dans le reste de l'Asie). Elle retient, pour les appliquer aux agrégats de Renault pour l'année 2018, comme borne basse de l'évaluation le multiple 2018 des comparables nord-américains (en raison du stade plus avancé du cycle automobile) et comme borne haute la médiane 2018 de l'ensemble des comparables.

c- l'historique du cours de bourse :

La banque étudie l'évolution du cours de bourse de Renault depuis avril 2015 et la compare à celles des indices CAC 40 et Euro Stoxx Automobile. Elle présente les cours moyens pondérés par les volumes de l'action Renault sur différentes périodes (une semaine, un mois, six mois, un an, 3 ans, 5 ans).

d.- les cours cible des analystes de recherche :

La banque étudie les évaluations et les objectifs de cours proposés par les analystes de recherche assurant un suivi régulier de l'action Renault. Elle retient les notes de dix-sept analystes mais en exclut les deux extrêmes en raison des écarts très importants entre les cours cibles.

La banque écarte d'autres méthodes d'évaluation : l'actif net réévalué (non adaptée à une activité industrielle) et les multiples de transactions comparables (en l'absence d'informations suffisamment pertinentes).

Au total, la banque conseil présente les évaluations selon les différentes approches retenues.

VII.- La Commission observe que l'opération faisant l'objet du présent avis consiste en la cession du bloc de 4,73 % du capital de Renault acquis par l'Etat en avril 2015, aux fins décrites au point II ci-dessus. Cette cession répond à l'engagement formel de l'Etat d'y procéder, ce que celui-ci, en tant que personne exerçant des responsabilités dirigeantes, ne peut faire qu'en dehors des périodes dites de fenêtres négatives définies par la réglementation boursière.

L'analyse du cours de bourse fait apparaître qu'après avoir dépassé le niveau de 120 € en juillet 2007, l'action Renault a connu, avec la crise financière, une longue période de baisse jusqu'à tomber au-dessous de 11 € en mars 2009. Depuis cette date, le cours s'est orienté à la hausse, non sans connaître d'importantes fluctuations. Il approchait 100 € à la fin du printemps 2015 avant d'être entraîné à la baisse aux alentours de 65 € avec le secteur automobile à la suite des problèmes rencontrés par Volkswagen dans le *dieselgate*. Le cours de Renault s'est ensuite vivement repris, se situant aux alentours de 90 € de début novembre à la fin de l'année 2015. Durant l'année 2016, l'action Renault a suivi, en général en les amplifiant, les évolutions du secteur (telles que retracées par l'indice Euro Stoxx Automobile). Elle a enregistré, selon une évolution très heurtée, une tendance à la baisse vers 75 € avant de se reprendre nettement début décembre avec le secteur progressant jusqu'à 90 € à mi-février 2017 où le cours a été alors significativement impacté par les évolutions du *dieselgate* qui atteignait les constructeurs français, baissant jusqu'à 78 € à mi-avril 2017. Il s'est redressé ensuite jusqu'à approcher 89 € à mi-mai. Une érosion a suivi qui s'est accentuée avec l'annonce fin juillet des résultats du premier semestre 2017, entraînant une chute du cours pendant l'été au-dessous de 75 €. Le cours, dès début septembre, s'est fortement repris, soutenu par la publication des plans stratégiques, dépassant par moments 85 € avant d'être affecté par les anomalies révélées récemment au Japon chez Nissan.

Globalement, à l'exception des événements qui lui étaient propres (*dieselgate*, résultats perçus comme décevants du premier semestre, anomalies révélées chez Nissan), le cours de Renault a suivi en les amplifiant les mouvements des indices CAC 40 et Euro Stoxx Automobile. Sur deux ans sa performance est comparable à celle de ces deux indices.

L'action Renault est suivie régulièrement par un nombre important d'analystes financiers. Leur opinion est globalement favorable, une majorité d'entre eux recommandant la valeur à l'achat. Hors extrêmes, la moyenne des objectifs de cours des analystes se situe à 95,2 € et la médiane à 92 €.

La Commission a examiné les forces de Renault et les risques auxquels il peut être amené à faire face.

Sont notamment relevés les risques suivants qui concernent tant le marché automobile en général que Renault en particulier :

- les importantes voire radicales évolutions technologiques à venir dans le secteur, avec l'apparition de nouveaux types d'acteurs, et l'incertitude sur la répartition des marges,
- les conséquences de l'évolution des consommateurs vers l'usage (location, partage) plutôt que la propriété des véhicules,
- l'intensité de la concurrence sur les prix en Europe,
- la perspective d'un retournement défavorable du cycle automobile en Europe, comme cela est déjà observé aux Etats-Unis,
- le recul du marché du diesel et en tout état de cause une plus sévère réglementation s'y appliquant, et les conséquences des procédures judiciaires en cours (*dieselgate*),
- l'exposition à des risques géopolitiques sur certains marchés,
- l'exposition en Amérique latine, un des principaux marchés du groupe, à des risques de fortes variations de change susceptibles de peser sur les résultats,
- le refinancement de l'importante activité de financement des ventes automobiles en cas de difficultés sur les marchés financiers,
- le redressement d'Avtovaz qui reste à confirmer,
- les conséquences des anomalies révélées chez Nissan,
- l'incertitude ressentie par certains analystes sur l'évolution de la gouvernance du groupe et de l'Alliance.

Parmi les forces sont notamment relevés :

- un nouveau plan stratégique ambitieux et cohérent conforté par la réussite du plan précédent,
- le développement de la présence hors d'Europe, facteur de progression des volumes de vente,
- le renouvellement en cours de la gamme de produits, dont il est attendu des marges plus élevées,
- les investissements importants dans les technologies d'avenir (voiture électrique, voiture autonome, voiture connectée),
- la poursuite des programmes de réduction des coûts et les synergies supplémentaires qui devraient résulter de l'approfondissement de la coopération avec Daimler et avec Nissan (et pour ce dernier du partenariat avec Mitsubishi), comme le prévoit les plans stratégiques,
- un rendement attractif de l'action compte tenu de la politique de distribution de dividendes de l'entreprise.

La Commission observe que l'évaluation intrinsèque par la méthode de la somme des parties peine à traduire la structure particulière et unique de l'Alliance Renault-Nissan.

Elle n'est pas incompatible avec le résultat d'une approche boursière mais s'en révèle relativement décalée. Confrontés à la même problématique, les analystes des grandes institutions financières proposent au demeurant des évaluations de Renault qui sont nettement dispersées.

En raison de la nature de l'opération, qui consiste en la revente d'actions qui avaient été acquises aux seules fins d'assurer la mise en œuvre des droits de vote double, il apparaît approprié d'accorder aux références boursières une importance particulière parmi les approches de valorisation. La pertinence du cours de bourse est assurée par la liquidité du titre sur le marché et son suivi important par les analystes financiers.

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 Renault ne saurait être inférieure à 83 euros par action soit globalement à environ 24,545 milliards d'euros pour 295 722 284 actions composant le capital social.

Délibéré et adopté au cours des séances des 23 et 26 octobre 2017 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Daniele LAJOURMARD et M. Philippe MARTIN, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER