

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

**Avis n° 2018 - A.C. - 5 du 3 octobre 2018**

**relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société Dunkerque LNG**

La Commission,

Vu la lettre en date du 10 septembre 2018 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé par EDF Développement Environnement SA de la société Dunkerque LNG ;

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 l'arrêté du 18 février 2010 autorisant la société Dunkerque LNG à bénéficier d'une exemption à l'accès régulé des tiers pour son projet de terminal méthanier à Dunkerque ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2015-A.C.-3 du 31 août 2015 relatif au transfert au secteur privé par EDF de sa filiale hongroise Budapesti Erőmű Zrt, n° 2017-A.C.-1 du 19 janvier 2017 relatif au transfert au secteur privé par EDF de sa filiale hongroise EDF DÉMÁSZ Zrt, nos 2017-A.-7 du 6 mars 2017 et n° 2017-A.-8 du 6 mars 2017 relatif à l'augmentation de capital de la société EDF SA, n° 2017-A.C.-2 du 14 juin 2017 relatif au transfert au secteur privé par EDF de la société EDF POLSKA SA.

Vu le dossier transmis le 12 septembre 2018 à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat (APE) et comprenant 1/ une note de l'Agence des participations de l'Etat présentant l'opération et 2/ un rapport d'évaluation de Banque Nomura France et Compagnie financière du Lion, banques conseils d'EDF ;

Vu les contrats de cession en date du 12 juillet 2018 :

- entre EDF Développement Environnement SA (le vendeur), Fluxdune (l'acheteur) et Fluxys Europe B.V. (le garant) ;
- entre EDF Développement Environnement SA (le vendeur), IPM Dune B.V. (l'acheteur) et (collectivement en tant que « *top investors* ») Samsung Securities Co. Ltd, IBK Securities Co. Ltd, Hanwha Investment & Securities Co. Ltd ;

Vu le document de présentation remis en séance à la Commission le 17 septembre 2017 par les banques conseils ;

Vu les éléments complémentaires transmis à la Commission sur sa demande le 24 septembre 2018 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 3 octobre 2018 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 17 septembre 2018 successivement :

1/ conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par MM. Bruno VINCENT, directeur de participations énergie à l'Agence des participations de l'Etat (APE) et Marc DUFOURMANTELLE ;
- le groupe EDF représenté par M. Aymeric DUCROCQ, directeur M&A, M. Antoine CAVAILLE et Mme Anne LAFONT ;
- la société Dunkerque LNG représenté par Mmes Béatrice PRUD'HOMME, présidente, et Stéphanie BARTHE ;
- les banques conseils d'EDF, Banque Nomura France, représentée par MM. Jérôme CALVET, co-président, Xavier DELAMARE-DEBOUTTEVILLE et Thomas LAFAYSSSE, et Compagnie financière du Lion, représentée par M. Arié FLACQ, président ;

2/ la société Fluxys représentée par MM. Nicolas DAUBIES, secrétaire général, et Cedric VANDEN BROUCKE ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 10 septembre 2018, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé par EDF Développement Environnement SA de la société Dunkerque LNG.

La société Dunkerque LNG est détenue à 65,01% par EDF Développement Environnement SA, filiale intégrale d'EDF. Elle détient 51% de Gaz Opale.

Sur une base consolidée Dunkerque LNG réalise un chiffre d'affaires supérieur à 150 millions d'euros. La cession projetée par EDF Développement Environnement SA de sa participation majoritaire entre donc dans le champ d'application de l'article 22 IV de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée et doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur la base de l'article 26 II de l'ordonnance. Conformément à l'article 27 I et II de l'ordonnance, la Commission :

- détermine la valeur de la société,
- émet un avis sur les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public,
- émet un avis sur le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

La cession de participations dans Dunkerque LNG est par ailleurs soumise aux dispositions de l'article L 151-3 du Code monétaire et financier.

II.- En association avec Fluxys et Total, le groupe EDF a entrepris la construction du terminal de regazéification de Dunkerque qui s'est déroulée de 2011 à 2016 pour une entrée en service commerciale intervenue le 1er janvier 2017.

Le capital de la société Dunkerque LNG est réparti comme suit :

- EDF Développement Environnement SA (groupe EDF) : 65,01%
- groupe Fluxys : 25%
- groupe Total : 9,99%.

Une filiale dédiée en charge des opérations et de l'exploitation du terminal pour une durée de 20 ans, Gaz Opale, a été créée en 2011 entre Dunkerque LNG qui en détient 51% du capital et Fluxys (49% du capital).

Le terminal de Dunkerque dispose d'une capacité annuelle de regazéification de 13 milliards de mètres-cubes et est ainsi le deuxième d'Europe occidentale. Il comprend également trois réservoirs de stockage d'une capacité totale de 600 000 mètres-cubes. Il propose par ailleurs d'autres services : rechargement de méthaniers, approvisionnement de camions, soutage.

Relié directement au marché français et également au marché belge grâce à la liaison avec le terminal de Zeebrugge, Dunkerque est en mesure d'assurer 20% des besoins des deux pays en gaz naturel.

Les installations sont estimées durer jusqu'en mai 2061. En vue de permettre la construction du terminal et son financement, la société a été exemptée de la régulation tarifaire sur une durée de 20 ans (2017-2036) par l'arrêté susvisé du 18 février 2010.

Des contrats à long terme de réservation des capacités (*ship-or-pay*) sont conclus avec EDF et Total pour une durée de vingt ans, dans les limites fixées par l'arrêté.

La Commission a eu communication des comptes de Dunkerque LNG pour le premier exercice d'exploitation en 2017 et du plan d'affaires qui s'étend jusqu'en mai 2061. Ces informations ne sont pas publiques.

III.- EDF Développement Environnement SA est une filiale intégrale d'EDF qui, outre Dunkerque LNG, détient les participations du groupe dans notamment EDF Energies Nouvelles, Citelium, et Electricité de Strasbourg.

EDF, introduit en bourse en 2005, est détenu à 70,2% par l'Etat français et à 13,3% par l'Epic Bpifrance. Le groupe EDF est un énergéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité, régulés (transport via RTE et distribution via ENEDIS) ainsi que non régulés (production, commercialisation, négoce, services énergétiques). Il est

l'acteur principal du marché français de l'électricité et il détient des positions fortes en Italie (via Edison) et au Royaume-Uni (via EDF Energy).

Le groupe EDF, comme l'ensemble du secteur de l'électricité et du gaz, est désormais confronté à des défis multiples : volatilité du prix de gros de l'énergie en Europe, exposition croissante aux prix de marché avec la fin progressive des tarifs régulés, taux d'indisponibilité des réacteurs nucléaires en France, montant élevé des investissements et de leur financement (construction de nouvelles capacités et maintenance des anciennes, couverture des provisions de démantèlement, prise de contrôle d'Areva NP redevenu Framatome, réalisation en Grande-Bretagne du projet Hinkley Point).

La nécessité de renforcer la structure financière du groupe EDF a conduit le conseil d'administration à définir un plan d'action le 22 avril 2016 portant sur l'optimisation des investissements, la réduction des charges opérationnelles, un plan de cession d'actifs d'environ 10 milliards d'euros sur 2015-2020 et un projet d'augmentation de capital de 4 milliards d'euros sur le marché.

L'augmentation de capital a été réalisée en mars 2017 et l'Etat y a souscrit à hauteur de 3 milliards d'euros.

La cession par EDF de sa participation dans Dunkerque LNG va permettre d'atteindre fin 2018 l'essentiel de l'objectif fixé de 10 milliards d'euros de cessions. La réalisation de cet objectif a été rendue possible notamment par l'acquisition en mars 2017 par la Caisse des Dépôts et Consignations et par CNP Assurances d'une participation indirecte de 49,9% dans le capital de RTE (dont la valeur des fonds propres a été fixée à 8,45 milliards d'euros). Plusieurs cessions sur lesquelles la Commission a été appelée à rendre un avis (représentant au total environ 1 milliard d'euros) y ont par ailleurs contribué :

- cession en août 2015 de la filiale en Hongrie Budapesti Erőmű Zrt,
- cession en février 2017 de la filiale en Hongrie EDF DEMASZ Zrt,
- cession en novembre 2017 des actifs en Pologne (dont EDF Polska).

La cession de Dunkerque LNG a un impact favorable sur la dette nette d'EDF. Elle lui permet de dégager une plus-value dont le montant se trouvera toutefois compensé par la constitution probable d'une provision pour couvrir le coût des contrats de long terme *ship-or-pay* déjà mentionnés.

La cession rendue possible du fait que la sécurité d'approvisionnement en gaz est assurée par ces contrats. De plus, le gaz n'est pas au cœur de la stratégie « CAP 2030 » du groupe et la cession s'inscrit dans la même logique que la réduction de l'empreinte carbone de son parc de production.

IV.- Des travaux préparatoires à la cession ont été conduits pour, d'une part, aménager les droits des actionnaires existants de Dunkerque LNG (abandon de leur droit de préemption, instauration d'un droit de premier refus partiel au bénéfice de Fluxys, redéfinition des droits des minoritaires) et, d'autre part, modifier la structure du financement de l'entreprise en levant un emprunt obligataire de 800 millions d'euros qui a permis également de réduire le capital à dû montant et de distribuer cette somme.

Total a décidé de céder conjointement sa participation de 9,99% portant à 75% la participation cédée par les vendeurs dans Dunkerque LNG.

Le processus de cession a été lancé en février 2018 et, dans une première phase, les vendeurs ont reçu 11 offres non engageantes le 26 mars 2018. Fluxys, associé dans Fluxdune à deux partenaires financiers (AXA Investment Managers et Crédit Agricole Assurances), a exercé le 26 avril son droit de premier refus (*Right of First Refusal*) pour l'acquisition de 35,76% du capital, dont 31% cédés par EDF au prix de 475 millions d'euros (hors intérêt de *locked box*). Par cette acquisition, Fluxys visait à acquérir le contrôle indirect de Dunkerque LNG.

Dans une deuxième phase, trois offres fermes ont été reçues le 15 juin 2018 par les vendeurs pour l'acquisition de la participation résiduelle de 39,24%. L'offre la mieux-disante, déposée par IPM Dune B.V., consortium formé par trois grands groupes sud-coréens, a été retenue. EDF a ainsi convenu de céder 34,01% du capital pour un montant de 587 millions d'euros.

Les contrats de cession ont été signés le 12 juillet 2018 sous conditions suspensives. Le contrat de cession à IPM Dune B.V. comprend en annexe un pacte d'actionnaire entre Fluxdune et IPM Dune précisant les accords en matière de gouvernance et de cessions d'actions de Dunkerque LNG.

EDF accorde à Fluxys les garanties juridiques usuelles ainsi qu'une garantie de non-résiliation pour certains motifs des contrats *ship-or-pay*. IPM Dune B.V. reçoit, outre les garanties juridiques usuelles, des garanties d'absence de litiges sur les sujets environnementaux et sociaux pour une durée et un montant maximum limités. Le prix de cession est fixé selon la méthode de la boîte close (*locked-box*) assortie d'un intérêt.

Après finalisation de la cession, la répartition du capital de Dunkerque LNG sera la suivante :

- Fluxdune : 60,76% réparti entre
  - Fluxys : 50,01%
  - Crédit Agricole Assurances : 24,995%
  - AXA Investment Managers : 24,995% ;
- IPM Dune B.V. (société à responsabilité limitée de droit néerlandais (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*) : 39,24% réparti entre
  - Samsung Securities : 46,57%
  - IBK Securities : 43,56%
  - Hanwha Investment & Securities : 9,87%.

## V.- Les acquéreurs.

a/ Fluxys est une entreprise belge d'infrastructures gazières dont elle assure le développement, le financement, la construction, l'exploitation et la maintenance en Europe. Opérateur de premier plan sur le marché du transit international de gaz naturel, l'entreprise combine des activités de transport et de stockage de gaz naturel, ainsi que d'utilisation des terminaux (*terminalling*) de gaz naturel liquéfié (GNL).

Fluxys est propriétaire des canalisations et des installations de stockage et de *terminalling* de GNL en Belgique (Zeebrugge en particulier) et partenaire dans le terminal GNL de Dunkerque, les canalisations Interconnector et BBL -qui relie le Royaume-Uni au continent européen-, les canalisations NEL et TENP et le projet de canalisation EUGAL -en Allemagne-, la canalisation Transitgas en Suisse, le gestionnaire national grec DEFSa et la canalisation TAP en cours de construction entre la Turquie et l'Italie afin d'acheminer, jusqu'en Europe, du gaz depuis l'Azerbaïdjan et d'autres sources potentielles.

Le capital de Fluxys est réparti comme suit :

- Publigaz (77,54 %), holding qui rassemble les intercommunales belges de l'énergie (qui sont gestionnaires des réseaux de distribution de gaz),
- Caisse de dépôt et placement du Québec (19,91 %),
- Société Fédérale de Participations et d'Investissement (2,13 %) dont les autorités fédérales belges sont l'unique actionnaire,
- membres du personnel et management (0,42 %).

Fluxys emploie plus de 1 200 collaborateurs. Le groupe a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires consolidé de 1 milliard d'euros (dont 50% hors de la Belgique), un Ebitda de 668 millions et un résultat net de 165 millions.

L'acquisition de titres de Dunkerque LNG va permettre à Fluxys de détenir, via la majorité dans le holding Fluxdune, le contrôle de Dunkerque LNG dont il était déjà l'opérateur.

b/ Crédit Agricole Assurances est la filiale d'assurances du groupe Crédit Agricole. Son capital est intégralement détenu par Crédit Agricole SA. Il dispose de 280 milliards d'euros sous gestion au 31 décembre 2017. Très actif dans le domaine des infrastructures, il a investi environ 4 milliards d'euros dans des entreprises opérant des infrastructures clefs, notamment Aéroports de Paris (5,1%), Aéroports de Lyon (24,5%), Teréga (10%).

c/ AXA Investment Managers est un gestionnaire multi-actifs mondial qui dispose d'un portefeuille d'actifs sous gestion de 746 milliards d'euros au 31 décembre 2017. Il s'est fixé comme objectif d'investir 10 milliards d'euros en fonds propres et dettes dans les infrastructures.

d/ Samsung Securities est la filiale du groupe Samsung dédiée aux activités de banque d'investissement et est un acteur majeur du secteur financier de Corée du Sud.

e/ IBK Securities est la branche dédiée aux valeurs mobilières et au courtage de IBK Financial Group qui est détenu majoritairement par l'Industrial Bank of Korea, banque publique sud-coréenne dont l'activité est orientée vers les petites et moyennes entreprises.

f/ Hanwha Investment & Securities est une filiale du groupe sud-coréen Hanwha (anciennement Korea Explosives) présent dans la finance, l'industrie, l'énergie, le bâtiment et les loisirs.

VII.- La Commission a disposé du rapport d'évaluation du groupe Dunkerque LNG établi par Banque Nomura France et Compagnie financière du Lion.

Les banques conseils ont recouru à quatre méthodes d'évaluation, les deux premières sont retenues à titre principal et les deux autres à titre illustratif :

- l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) : les banques ont utilisé le plan d'affaires établi par la société jusqu'au terme de l'exploitation prévue en 2061, qui distingue la période non-régulée puis la période régulée. Les flux de trésorerie sont actualisés au coût du capital, estimé à 5% selon le modèle d'évaluation des actifs financiers. De la valeur d'entreprise ainsi obtenue est retranchée la dette financière nette ;

- l'actualisation des flux de dividendes (DDM) : les flux de dividendes sont déterminés sur la base de la trésorerie excédentaire par rapport au niveau minimal de trésorerie estimé par l'entreprise. Les flux sont actualisés au coût des fonds propres de l'entreprise ; les banques ont vérifié que ce coût est en ligne avec les niveaux de taux de rentabilité interne (TRI) attendus par les investisseurs en fonds propres dans le secteur des infrastructures ;

- les transactions comparables : le multiple implicite de valeur d'entreprise sur excédent brut d'exploitation (EBITDA) est appliqué aux agrégats correspondants de Dunkerque LNG. Au titre de cette comparaison, sont retenues 18 transactions réalisées dans le secteur gazier en Europe sur les cinq dernières années. Les banques soulignent le caractère hétérogène des actifs concernés ;

- les comparables boursiers : les banques ont étudié les multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA et de valeur d'entreprise sur résultat d'exploitation (EBIT) pour 2018 et 2019 et les ont appliqués aux agrégats correspondants de Dunkerque LNG. Les banques ont sélectionné 8 entreprises cotées opérant des infrastructures de distribution et de transmission de gaz et d'électricité en Europe (Enagas, Italgas, Snam, National Grid, Terna, Red Electrica, Elia System Operator, Redes Energeticas Nacionais). Elles soulignent toutefois la comparabilité limitée de ces sociétés avec Dunkerque LNG.

La sensibilité des valorisations de la société aux taux d'actualisation et aux hypothèses de chiffre d'affaires (sur la base d'un plan d'affaires dégradé) est étudiée.

Sur ces bases, les banques conseils présentent des fourchettes d'évaluation de la valeur de Dunkerque LNG.

VIII- Conformément à l'article 27 I, deuxième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée. Le troisième alinéa dudit article précise que les « évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés ».

Compte tenu des caractéristiques de l'actif concerné, les méthodes d'évaluation intrinsèque (actualisation des dividendes et actualisation des flux de trésorerie) apparaissent les plus appropriées pour estimer la valeur de Dunkerque LNG. Elles fournissent des fourchettes d'évaluation convergentes et au demeurant supérieures à celles fournies par les méthodes extrinsèques (multiples boursiers et de transactions comparables) dont les banques conseils ont souligné le manque de pertinence en l'espèce. Sur la base des méthodes intrinsèques, l'évaluation est dépendante des hypothèses sur les grands contrats à venir, après

échéance des contrats actuels et après application du régime de l'accès régulé des tiers à l'infrastructure. La Commission a examiné plusieurs hypothèses et a demandé aux banques conseils d'en mesurer les effets.

En conclusion, la Commission est d'avis que la valeur de la société Dunkerque LNG ne saurait être inférieure à 1,35 milliard d'euros (pour 100% des fonds propres),

IX.- En application de l'article 27 II de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que le processus de cession a été conduit par EDF de manière à obtenir de la vente des titres de Dunkerque LNG qu'il détient un prix en rapport avec leur valeur intrinsèque. Ceci a été réalisé grâce aux travaux préalables (redéfinition des droits des actionnaires, réaménagement de la structure financière du groupe) et à la mise en concurrence sur le prix pour l'ensemble de la participation cédée tout en permettant à Fluxys d'exercer son droit de premier refus.

Cette procédure a permis d'allier objectivité du choix des acquéreurs et optimisation des conditions financières avec la structure initiale fermée du capital inhérente au projet industriel.

X.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur de la société Dunkerque LNG ne saurait être inférieure à 1,35 milliard d'euros (pour 100% des fonds propres),
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public,
- le choix des acquéreurs a été opéré sur une base objective,
- les conditions des deux cessions, et en particulier leur prix (avant intérêt de *locked box*) qui est dans les deux cas supérieur à la valeur ci-dessus fixée, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société Dunkerque LNG.

Adopté dans la séance du 3 octobre 2018 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Danièle LAJOURMARD, M. Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Yvon RAAK , membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER



## RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'économie et des finances

**Arrêté du [ ]**  
**autorisant le transfert au secteur privé de la société Dunkerque LNG**  
NOR : [...]

**Le ministre de l'économie et des finances**

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, notamment son titre III ;

Vu le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 7 ;

La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n° 2018-[...] recueilli le [...] 2018, en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée,

**Arrêtent :****Article 1<sup>er</sup>**

La cession par EDF Développement Environnement SA de l'intégralité de sa participation au capital de la société Dunkerque LNG, soit 65,01% du capital de Dunkerque LNG, selon les modalités prévues aux articles 2 à 4 ci-après, est autorisée.

**Article 2**

La cession par EDF Développement Environnement SA de 1 922 000 actions détenues au capital de la société Dunkerque LNG à la société FluxDune, soit 31% du capital de Dunkerque LNG, pour un prix fixé à 475 060 740 euros, est autorisée.

**Article 3**

La cession par EDF Développement Environnement SA de 2 108 620 actions au capital de la société Dunkerque LNG à la société IPM Dune BV détenue par les sociétés Samsung Securities Co, Ltd, IBK Securities Co, Ltd, et Hanwha Investment & Securities Co, Ltd, soit 34,01 % du capital de LNG, est autorisée.

La cession s'effectuera à un prix fixe de 558 784 300 euros. Ce prix sera augmenté d'un montant correspondant à l'application d'un taux d'intérêt annuel de 6% pour la période comprise entre le 31 décembre 2017 et la date de transfert de propriété des actions et diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait durant cette période.

**Article 4**

Le Commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait le .

Le ministre de l'économie et des finances,

Bruno LE MAIRE