

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2023 - A.C. – 01 du 6 janvier 2023

**relatif au transfert au secteur privé par ESSCI Ireland Limited
de la société Suir Engineering Ltd**

La Commission,

Vu la lettre en date du 21 novembre 2022 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 de la société Suir Engineering Ltd et ses filiales par ESSCI Ireland Limited ;

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 contrat de cession et d'acquisition d'actions en date du 11 novembre 2022 entre ESSCI Ireland Limited (le cédant) et CLOVER BIDCO Limited (le cessionnaire), ainsi qu'EDF Energy Services Ltd (Garant du cédant) et CLOVER UK TOPCO Ltd (Garant du cessionnaire) transmis à la Commission le 16 novembre 2022 ;

Vu la présentation de l'opération et le rapport de valorisation établis par EY, conseil du vendeur, daté de novembre 2022 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat reçue le 19 décembre 2022 ;

Vu le projet d'arrêté du ministre chargé de l'économie transmis à la Commission le 21 décembre 2022 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 7 décembre 2022,

- L'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Romain Valenty, directeur de participations énergie, Mme Frédérique Dugué, adjointe au responsable du pôle juridique, M. Arthur Faust, chargé de participations ;
- Dalkia représenté par M. Fabien Brémont, directeur région nord-ouest, Mme Françoise Boncompain, directeur financements et investissements et M. Nicolas Reydelle, responsable fusions-acquisitions ;

- EDF représenté par M. Paul-François Lorenzoni, directeur adjoint fusions-acquisitions, Mme Delphine Guerin Bonjean, responsable du service juridique M&A, M. Frédéric Garnier, juriste senior M&A et Mme Gabrielle Delafon, chargée d'affaires senior M&A ;
- EY représenté par M. Arnaud de Giovanni, *global renewables / power & utilities leader* et M. Aleksandar Stoilov, *director strategy and transaction power & utilities*.

le 13 décembre 2022,

- L'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Arthur Faust, chargé de participations ;
- Duke Street représenté par M. Charlie Troup, *managing partner* et M. Paul Adams, *partner* ;
- EY représenté par Arnaud de Giovanni, *global renewables / power & utilities leader*.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 21 novembre 2022, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la totalité du capital de la société Suir Engineering Ltd (Suir Engineering) par la société ESSCI Ireland Limited, filiale indirecte à 100% d'EDF Energy Services Ltd, elle-même filiale indirecte à 100% d'EDF.

La cession projetée entre dans le champ d'application du IV de l'article 22 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 le fondement du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément aux I et II de l'article 27 de l'ordonnance, la Commission émet un avis sur :

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

II- Créé en 1984, Suir Engineering est une société irlandaise qui fournit des solutions d'ingénierie mécanique et électrique principalement dans les secteurs des *data centres*, de l'industrie pharmaceutique et des réseaux/production électrique d'origine renouvelable.

Suir Engineering détient 100% du capital de la société suédoise Suir Engineering Sweden AB et de la société danoise Suir Engineering APS.

Suir Engineering a connu une forte croissance de son chiffre d'affaires grâce au dynamisme de son marché domestique et à l'accompagnement de ses clients historiques pour leurs activités en Suède, au Danemark et en Allemagne.

En 2021, le chiffre d'affaires consolidé de Suir Engineering s'élevait à 240 M€, dont 27,7% était réalisé en dehors de l'Irlande, et le groupe employait 1152 salariés.

III.- Dalkia, filiale d'EDF qui co-détient EDF Energy Services Ltd avec EDF Energy Customer (UK), a mené fin 2021 une revue stratégique de son portefeuille d'activités à l'international.

Cette revue a permis de constater que Suir Engineering ne relevait pas des zones géographiques et des activités prioritaires de Dalkia.

EDF et Dalkia ont donc considéré qu'un nouvel actionnaire serait plus à même de soutenir la trajectoire de croissance de Suir Engineering et d'accompagner les objectifs de son équipe dirigeante dans les prochaines années en valorisant pleinement à la fois le capital humain et les atouts commerciaux de la société.

Cette cession s'inscrit également dans le cadre du plan d'actions d'EDF, adopté par son conseil d'administration le 17 février 2022, qui fixe notamment une cible de 3 Mds € de nouvelles cessions d'actifs à réaliser d'ici 2024.

IV.- Le processus de cession a été lancé en février 2022. Le cédant a retenu une consultation ouverte et compétitive.

Dans une première étape, 74 investisseurs, stratégiques et financiers, ont été contactés : trois offres indicatives ont été reçues. A l'issue des travaux plus approfondis réalisés en seconde phase, un accord d'exclusivité a été signé le 2 août 2022 avec Duke Street.

Après des travaux de *due diligence* complémentaires, un contrat de cession a été signé le 11 novembre 2022.

V.- Duke Street est un fonds de *private equity* basé à Londres qui a investi plus de 3 Mds € depuis sa création en 1994.

Duke Street investit dans des sociétés dont la valeur d'entreprise est comprise entre 50 M€ et 350 M€, en ciblant plus particulièrement l'Europe occidentale.

Il dispose d'une expertise sectorielle sur certains marchés, notamment dans le secteur de la santé, de l'ingénierie modulaire et dans les services d'infrastructure.

VI.- Le contrat de cession, conclu entre les parties le 11 novembre 2022, comporte les éléments suivants.

Le prix de cession de 73.800.000 € résulte d'une valeur des fonds propres de 85.824.000 € au 31 décembre 2021, majorée d'un montant de 417.000 €, correspondant aux intérêts afférents à l'application d'une clause de *locked box*¹, et minorée d'un montant de 12.441.000 €, correspondant à l'estimation de deux contrats déficitaires faisant l'objet de litiges en cours.

¹ Un dispositif de *locked box* permet aux parties de convenir, dès la signature du contrat de vente, du prix à payer pour la société cible. Ce prix, déterminé sur la base de comptes passés, est ainsi « verrouillé ». L'acquéreur devient « propriétaire

Un mécanisme d'ajustement de prix est prévu, au profit du cédant ou du cessionnaire selon que le montant du coût final des deux litiges susmentionnés est inférieur ou supérieur à 12.441.000 €.

Dans le cadre du contrat de cession, Duke Street s'engage à maintenir l'ensemble des emplois de Suir Engineering et de ses filiales à des conditions au moins équivalentes.

VII.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par EY, conseil du vendeur.

La valorisation de Suir Engineering a été déterminée à partir des trois méthodes d'évaluation suivantes, couramment pratiquées à l'occasion de cessions d'entreprises, à savoir :

- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF²) ;
- l'actualisation des flux de trésorerie selon une approche LBO³ ;
- la méthode analogique à partir des multiples implicites des transactions réalisées dans le secteur.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

La valorisation à fin 2021 s'appuie sur deux plans d'affaires à cinq ans à l'horizon 2027, préparés par l'équipe dirigeante de Suir Engineering.

D'une part, un plan d'affaires « sans aléas » avec une croissance conforme aux tendances de marché et dans lequel les nouveaux contrats sont réalisés avec la marge prévue initialement.

D'autre part, un plan d'affaires dit « cas de base » qui inclut des ajustements sur (i) des révisions d'estimations de coûts (notamment les frais de personnel) et (ii) la présence de contrats avec des marges dégradées voire négatives dans certains secteurs d'intervention de Suir Engineering.

Le plan d'affaires « cas de base » est retenu à titre principal et le plan d'affaires « sans aléas » n'est examiné qu'à titre informatif.

La valeur terminale a été déterminée sur la base de deux scénarios : le premier retient une hypothèse de génération de *cash flow* normatifs et d'un taux de croissance perpétuel en ligne avec le taux d'inflation à long terme en Irlande. Le second retient un multiple terminal de 6 appliqué à un EBITDA normatif.

économique » de la cible dès cette date et les flux de trésorerie ultérieurs générés par cette dernière ont vocation à lui revenir. C'est pourquoi, un dispositif de locked box conduit à inclure dans le contrat de vente des clauses visant à limiter et, si nécessaire, à compenser les sorties de trésorerie de la cible entre la date de référence et la date de clôture de la transaction ainsi qu'à prévoir un dédommagement (les intérêts) pour le temps courant entre ces deux dates,

² *Discounted Cash Flow*

³ La méthode LBO (*Leverage Buy Out*) consiste à déterminer la valeur des fonds propres maximum sous contrainte d'un rendement financier cible sur une période d'investissement donnée (hypothèse de cession à terme). Le calcul est réalisé sur la base des flux de trésorerie prévisionnels et d'une hypothèse de valeur de sortie.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 14% a été déterminé sur la base d'informations publiques et d'éléments de comparaison avec des entreprises cotées similaires.

Des calculs de sensibilités permettent d'apprécier les variations de la valeur d'entreprise notamment à différents niveaux de CMPC et de valeur terminale.

L'actualisation des flux de trésorerie selon une approche LBO

Cette méthode est l'approche typiquement utilisée par des fonds de *private equity* comme Duke Street. Dans le cas d'espèce, elle consiste à déterminer, à fin 2021, la valeur des fonds propres maximum sous contrainte d'un rendement financier cible sur une période d'investissement donnée assortie d'une cession à l'échéance. Cette méthode est donc basée sur la génération de *cash flow* aux actionnaires. Elle permet de prendre en compte, d'une part, le niveau et le coût exacts d'endettement utilisés par la structure d'acquisition, d'autre part, le taux de rendement attendu par l'acquéreur.

Les plans d'affaires retenus sont les mêmes que ceux utilisés dans l'approche DCF.

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un multiple légèrement supérieur à celui retenu dans la méthode DCF.

Multiples des transactions comparables réalisées dans le secteur

Compte tenu du positionnement spécifique de Suir Engineering, les multiples transactionnels sont jugés moins pertinents par le conseil du vendeur qui les a toutefois utilisés afin de contrôler les résultats des autres méthodes.

Le conseil a examiné douze opérations réalisées entre 2010 et 2019 et qui portent sur des prises de participations majoritaires en Europe dans le secteur de l'ingénierie mécanique et électrique.

Trois d'entre elles ont été réalisées sur le capital de Suir Engineering en 2007, 2015 et 2017.

Le multiple étudié est l'EBITDA par rapport à la valeur d'entreprise.

La méthode analogique à partir de multiples de sociétés comparables cotées a été écartée par le conseil en raison des différences significatives des neuf sociétés retenues par rapport à Suir Engineering en termes de (i) taille, (ii) d'activité, (iii) du poids de l'activité menée en tant que sous-traitant et (iv) de l'empreinte géographique.

Au final, les deux méthodes intrinsèques (DCF et LBO) privilégiées par le conseil aboutissent à une fourchette large de valeur d'entreprise. La moyenne de la fourchette de la méthode LBO est sensiblement inférieure à celle de la méthode DCF mais se situe à un niveau proche de celui des comparables de transaction.

La valeur des fonds propres retenue par les parties pour déterminer le prix de cession, tel que décrit au VI supra, est un peu supérieure au milieu de la fourchette de la méthode LBO.

VIII.- Conformément au I de l'article 27 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* ».

La Commission a noté les motifs pour lesquels le conseil a retenu l'approche de valorisation décrite au VII.

Elle considère que la méthode DCF permet de prendre en compte les spécificités de l'actif tout en restant neutre au regard de l'horizon d'investissement et du profil de l'acquéreur.

La commission, dont la mission est de protéger les intérêts du secteur public, doit mener son analyse indépendamment du profil de l'acquéreur ou de la motivation poursuivie par ce dernier. Force est cependant de constater qu'en l'espèce, malgré une procédure ouverte à l'ensemble des acheteurs potentiels, l'offre retenue est celle d'un investisseur financier. Dans ces conditions, il n'est pas sans intérêt pour la Commission de prendre en compte la méthode LBO qui permet de rendre compte des spécificités de l'actif et de refléter les paramètres financiers de la transaction avec le cessionnaire retenu.

La Commission observe que la plupart des transactions comparables identifiées par le conseil portent sur des opérations soit trop anciennes, soit sur des entreprises aux caractéristiques trop différentes de celles de Suir Engineering. La Commission relève toutefois que les précédentes transactions réalisées sur Suir Engineering, ainsi qu'une transaction de moins de trois ans sur une entreprise irlandaise de taille similaire à Suir Engineering et au modèle d'affaires proche, aboutissent à des ratios de « valeur d'entreprise/EBITDA » autour de 6 qui constituent des points de référence pertinents.

S'agissant des méthodes de valorisation DCF et LBO, la Commission considère qu'il convient de retenir le plan d'affaires dit « cas de base » qui permet de prendre en compte les aléas de contrats avec des marges dégradées voire négatives.

Pour ces deux méthodes, les valeurs des paramètres utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise sont également des points essentiels auxquels la Commission a prêté une attention particulière.

A cet égard, le CMPC retenu par le conseil pour la méthode DCF est dans une fourchette de 13% à 15%. Compte tenu du niveau atteint, à la date d'adoption du présent avis, par le taux d'intérêt sans risque⁴, il convient de retenir le haut de la fourchette, soit un CMPC de 15%.

Plus généralement, la Commission s'est attachée à analyser les calculs de sensibilité des valorisations en fonction des principaux paramètres retenus par le conseil.

Ainsi, la valeur d'entreprise résultant d'une valorisation globale selon l'approche DCF a été déterminée selon différents niveaux de taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaires et de CMPC.

⁴ Emprunts de l'Etat irlandais à dix ans.

La valeur d'entreprise résultant d'une valorisation globale selon l'approche LBO a été déterminée selon différents niveaux de taux de rendement interne attendu par l'investisseur et de multiples de sortie.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur d'entreprise de Suir Engineering à retenir peut être correctement estimée à 68,2 M€ soit une valeur des fonds propres de 72 M€. Ces valeurs incluent le montant de l'ajustement lié aux deux litiges en cours, traités séparément dans le contrat de cession (cf. § VI supra), et n'incluent pas les intérêts de la *locked box*.

IX.- En application du II de l'article 27 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 qui lui a été décrit a été conduit par le vendeur de manière objective par une consultation ouverte et compétitive dans le but d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables à Suir Engineering.

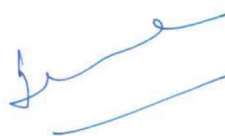
X.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur des fonds propres de la société Suir Engineering, incluant le montant de l'ajustement lié aux deux litiges en cours susmentionnés, ne saurait être inférieure à 72 M€ ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, et en particulier son prix (avant éventuel ajustement de prix), qui est 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 Suir Engineering.

Adopté le 6 janvier 2023 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Berold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'économie, des
finances et de la souveraineté
industrielle
et numérique

Arrêté du
autorisant le transfert au secteur privé de la société Suir Engineering Ltd

NOR :

Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,

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, 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° 202X-AC-0X recueilli le X janvier 2023, en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée,

Arrête :

Article 1^{er}

La cession par la société ESSCI Ireland Ltd à la société Clover Bidco Limited de 115 983 actions de la société Suir Engineering Ltd, soit 100% du capital de Suir Engineering Ltd, selon les modalités prévues aux articles 2 et 3 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de 73 800 000 euros.

Article 3

Ce prix fera l'objet d'ajustements, à la hausse ou à la baisse, prévus par le contrat de cession et relatifs à deux contrats d'exécution de travaux d'ingénierie mécanique et électrique.

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

Pour le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, et par délégation

Le commissaire aux participations de l'Etat

Alexis ZAJDENWEBER