

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

### **Avis n° 2019 - A. - 2 du 19 juin 2019**

#### **relatif à la cession de titres d'EDF à la société EDF en vue de la mise en œuvre d'une offre réservée aux salariés**

La Commission,

Vu la lettre en date du 23 mai 2019 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 de procéder à la cession de titres EDF à la société EDF dans le cadre de la mise en œuvre de l'obligation prévue à l'article 31-2 de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 telle que modifiée par la loi n°2015-990 du 6 août 2015, résultant de la cession par l'Etat, intervenue le 7 mars 2017, de 231 149 195 droits préférentiels de souscription d'actions dans le cadre de l'augmentation de capital d'EDF réalisée en mars 2017 ;

Vu le code de l'énergie ;

Vu le code du travail ;

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, en particulier son article 31-2 modifié par l'article 168 de la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises ;

Vu le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le décret n° 2005-761 du 7 juillet 2005 autorisant une ouverture minoritaire du capital d'Electricité de France ;

Vu l'arrêté du 7 mars 2017 autorisant l'Etat à céder des droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée par la société EDF ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2005-A.-12 du 17 novembre 2005 et n° 2005-A.-13 du 18 novembre 2005 relatifs à l'ouverture minoritaire du capital de Electricité de France, n° 2007-A.-6 du 30 novembre 2007 et n°2007-A.-7 du 4 décembre 2007 relatifs à une cession sur le marché de titres de EDF, n° 2010-A.C.-5 du 20 octobre 2010 relatif au transfert au secteur privé par EDF de ses réseaux de distribution d'électricité au Royaume-Uni, n° 2011-A.-1 du 8 avril 2011 relatif à une offre publique simplifiée alternative d'achat ou d'échange par EDF des actions de EDF Energies Nouvelles, 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, n° 2017-A.-7 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 S.A., n° 2018-A.C.-5 du 3 octobre 2018 relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société Dunkerque LNG ;

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

- le communiqué de presse du 29 novembre 2018 relatif à la cession d'un portefeuille de plus de 200 actifs à usage de bureaux et d'activités par le groupe EDF à Colony Capital ;
- le communiqué de presse du 15 février 2019 sur les résultats de l'exercice 2018 ainsi que le document de présentation des résultats annuels 2018 rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le document de référence 2018, déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 15 mars 2019 sous le numéro n° D.19-0157 ;
- le communiqué de presse du 11 avril 2019 intitulé « Point d'actualité sur l'EPR de Flamanville » ;
- le communiqué de presse du 17 avril 2019 relatif au lancement du plan d'actionnariat salarié 2019 « ORS 2019 » par le groupe EDF ;
- le communiqué de presse du 14 mai 2019 sur les informations financières trimestrielles au 31 mars 2019 ainsi que le document de présentation rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le communiqué de presse du 28 mai 2019 relatif à la réalisation de la cession de sa participation de 25 % dans Alpiq ;

Vu le rapport d'évaluation établi par J. P. Morgan, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 26 mai 2019 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 26 mai 2019 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 29 mai 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par MM. Vincent LE BIEZ, directeur de participations adjoint Energie à l'Agence des participations de l'Etat et Marc DUFOURMENTELLE, assisté de sa banque conseil, J. P. Morgan, représentée par Mme Emmanuelle LEMER, Managing Director, et M. Christophe SERBON ;

- le 13 juin 2019 :

- la société EDF représentée par MM. Jean-Bernard LEVY, président directeur général, Xavier GIRRE et Pierre TODOROV ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 23 mai 2019, 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 de procéder à la cession de titres EDF à la société EDF afin de mettre en œuvre l'obligation prévue à l'article 31-2 de ladite ordonnance, suite à la cession par l'Etat, intervenue le 7 mars 2017, de 231 149 195 droits préférentiels de souscription d'actions dans le cadre de l'augmentation de capital d'EDF.

Cette cession étant intervenue selon les procédures des marchés financiers, l'article 2 de l'arrêté du 7 mars 2017 susvisé a prévu qu'un volume égal à 1/9e des actions nouvelles émises par exercice des droits préférentiels de souscription cédés par l'Etat, soit 69 344 759 actions, sera proposé aux salariés et anciens salariés d'EDF et de ses filiales, soit un volume de 7 704 974 actions.

Après concertation avec la société EDF, l'Etat a décidé de répondre à cette obligation en cédant à la société tout ou partie des actions concernées, en fonction des demandes des ayants-droit, pour qu'elles soient rétrocédées à ces derniers dans le cadre d'une opération d'actionnariat salarié « ORS 2019 » décidée par le conseil d'administration d'EDF le 4 avril 2019. Les actions seront cédées par l'Etat à EDF au même prix que celui de la rétrocession effectuée par la société aux bénéficiaires de l'offre, prix déterminé conformément aux dispositions de l'article L 3332-19 du code du travail (moyenne des cours moyens pondérés des 20 derniers jours de cotation). La décote et l'abondement seront à la charge de l'entreprise.

Le montant maximal de titres cédés représente 0,26% du capital d'EDF. A l'issue de cette opération, l'Etat, dont la participation directe dans EDF s'élève aujourd'hui à 70,73% du capital et 81,75% des droits de vote, détiendrait au minimum 70,47 % du capital et 81,59% des droits de vote d'EDF. Ce niveau de détention respecte l'obligation établie par l'article L111-67 du code de l'énergie.

La durée de validité de l'avis émis par la Commission le 6 mars 2017 étant expirée, celle-ci est conduite à émettre sur l'opération de cession de titres à EDF qui lui est présentée un avis conformément à l'article 31 2 V de l'ordonnance du 20 août 2014.

II.- La société EDF a présenté à la Commission les modalités de l'offre « ORS 2019 » qui est conduite selon les dispositions légales relatives à l'actionnariat salarié. La détermination des ayants-droit répond aux exigences de l'article 31-2 de l'ordonnance du 20 août 2014.

L'offre aux salariés comporte en particulier :

- une décote de 20 % par rapport au prix de référence ;
- une réalisation par l'intermédiaire d'un fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) ;
- deux formules, une dite « classique » et l'autre « à effet de levier » ;
- un abondement pour les souscripteurs de la formule « classique ».

La réservation des titres s'est déroulée entre le 6 et le 21 mai inclus. Le prix de référence sera fixé le 20 juin. La période de rétractation s'étendra du 21 au 24 juin. La livraison et le règlement des titres sont prévus à mi-juillet. La Commission a été informée que, compte tenu du niveau élevé de sursouscription des ayants-droit à l'offre « ORS 2019 », l'Etat devrait être en mesure de céder à EDF la totalité des 7 704 974 actions prévues.

III.- Le groupe EDF est un énergéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité : la production nucléaire, renouvelable et fossile, le transport (RTE dont EDF détient 50,1%), la distribution (Enedis), la commercialisation, les services d'efficacité et de maîtrise de l'énergie, ainsi que le négoce d'énergie. Il est l'acteur principal du marché français de l'électricité et bénéficie de positions fortes en Europe (notamment au Royaume-Uni, en Italie et en Belgique) qui en font l'un des électriciens leader dans le monde et un acteur gazier reconnu. Il est également présent dans la conception et la fabrication d'équipements pour les réacteurs nucléaires, ainsi que dans les services associés (depuis l'acquisition majoritaire de Framatome début 2018).

Avec une puissance installée nette de 126,5 GWe dans le monde au 31 décembre 2018 pour une production mondiale de 584,0 TWh, le Groupe dispose de l'un des plus importants parcs de production au monde et, parmi les dix plus grands énergéticiens de la planète, du parc le moins émetteur de CO<sup>2</sup> par kilowattheure produit grâce à la part du nucléaire, de l'hydraulique et des autres énergies renouvelables dans son mix de production.

Le groupe EDF a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires consolidé de 69 milliards d'euros et il participe à la fourniture d'énergies et de services à 39,8 millions de sites client dans le monde dont 29,7 millions en France. Il emploie dans le monde 165 790 personnes.

Le groupe EDF présente depuis 2018 son activité en neuf secteurs :

- le secteur « France - activités de production et de commercialisation » (36% du chiffre d'affaires externe et 41% de l'excédent brut d'exploitation EBITDA en 2018) comprend les activités de production d'électricité et de commercialisation ainsi que de trading de matières premières ;
- le secteur « France - activités régulées » (23% du chiffre d'affaires et 32% de l'EBITDA) comprend principalement les activités de distribution (Enedis) et de transport, celles d'Electricité de Strasbourg ainsi que dans les territoires insulaires d'outre-mer ;
- le secteur « Framatome » (3% du chiffre d'affaires externe et 3% de l'EBITDA) acteur international majeur de la filière nucléaire, dont les activités couvrent la conception et la réalisation de la chaudière nucléaire, ainsi que la conception, la fourniture et l'installation des équipements, des systèmes de contrôle-commande et du combustible;
- le secteur « Royaume-Uni » (13% du chiffre d'affaires et 5 % de l'EBITDA) est représenté par EDF Energy qui est devenu en 2009 le plus grand producteur d'électricité du pays depuis l'acquisition de British Energy (spécialisé dans l'électricité d'origine nucléaire) et qui porte le projet d'EPR Hinkley Point ;
- le secteur « Italie » (12 % du chiffre d'affaires et 4 % de l'EBITDA) est représenté par le groupe Edison dont EDF a pris le contrôle intégral en 2012. Edison a environ 656 200 clients électricité et 936 200 clients gaz fin 2018. Il assure notamment près de 7 % de la production d'électricité (18,8 TWh) ;
- le secteur « Autre international » (3% du chiffre d'affaires et 2% de l'EBITDA) rassemble l'activité dans d'autres pays notamment en Belgique (EDF Luminus), en Chine et au Brésil ;

- le secteur « EDF Renouvelables » (2% du chiffre d'affaires et 2% de l'EBITDA) reprend l'activité d'EDF Nouvelles Energies ;

- le secteur « Dalkia » (6% du chiffre d'affaires et 6% de l'EBITDA) rassemble les activités du sous-groupe Dalkia, acteur de premier plan sur le marché européen des services énergétiques, orienté vers le développement des énergies renouvelables et de récupération, la réduction des consommations d'énergie et l'amélioration de la performance des installations ;

- le secteur « autres métiers » (3% du chiffre d'affaires et 6% de l'EBITDA) comprend en particulier EDF Trading et EDF Investissements Groupe.

L'activité de transport d'électricité est exercée par RTE qui, en raison de l'indépendance réglementaire de sa gestion, est traité comme une entreprise associée et donc mis en équivalence dans les comptes consolidés.

IV.- Depuis plusieurs années, le groupe EDF est confronté, comme les autres acteurs de son secteur, à des défis importants : dépendance croissante à l'égard des prix des marchés de gros de l'électricité, pertes de parts de marché sur la fourniture d'électricité avec la libéralisation et l'ouverture à la concurrence, disponibilité des moyens de production (spécialement dans le nucléaire), montant élevé des investissements tant pour la prolongation des installations existantes (« grand carénage ») que pour la réalisation de nouveaux moyens de production (EPR de Flamanville et Hinkley Point, énergie nouvelle, et dans l'avenir le programme de « nouveau nucléaire » français).

Dans ce contexte, les disponibilités financières restreintes du groupe EDF n'apparaissent plus adéquates. Aussi au cours de l'année 2016 était lancé, avec le soutien du Gouvernement, un plan d'action comprenant :

- une optimisation des investissements nets ;
- une réduction des charges opérationnelles ;
- un plan de cessions d'actifs ;
- une recapitalisation du groupe EDF.

Ce plan d'action a été mis en œuvre en totalité :

- EDF a lancé un plan de performance visant à une économie de 1,1 milliard d'euros à horizon 2019 et en a atteint toutes les phases intermédiaires ;
- le volume prévu de cessions d'actifs de 10 milliards d'euros a été mené à bien dès fin 2018 (cessions en particulier de 49,9% de RTE, de filiales en Pologne et en Hongrie, de Dunkerque LNG, d'actifs immobiliers, ...) ;
- l'augmentation de capital de 4 milliards d'euros (dont l'Etat a souscrit 3 milliards) est intervenue en mars 2017 et depuis 2016 le paiement du dividende est proposé optionnellement en actions et l'Etat s'est engagé à y souscrire jusqu'en 2020 (impact déjà réalisé de 4 milliards).

L'activité présente et future du groupe EDF s'inscrit dans le cadre de la stratégie de transition énergétique de la France.

S'agissant du parc nucléaire existant, la stratégie industrielle d'EDF est de l'exploiter après 40 ans, sous réserve de l'autorisation de l'Autorité de sûreté nucléaire (ASN), dans des conditions optimales de sûreté et de performance, compte tenu, d'une part, de l'investissement important réalisé lors des troisièmes visites décennales ainsi qu'au titre des améliorations post-Fukushima et, d'autre part, des besoins énergétiques de la France.

Au-delà, le Gouvernement, conformément aux orientations de la programmation pluriannuelle de l'énergie publiées le 25 janvier 2019, a indiqué qu'il conduirait avec la filière nucléaire d'ici mi-2021 un travail d'instruction visant à évaluer l'opportunité d'un programme d'installations nucléaires nouvelles en France (« nouveau nucléaire »). Le contrat de filière signé le 28 janvier 2019 par l'État et le Comité stratégique de filière nucléaire (CSFN) comporte un volet relatif à la préparation des capacités industrielles nécessaires à la réalisation d'un programme de construction de nouveaux réacteurs en France. Afin de s'inscrire dans cette démarche, EDF a engagé la préparation de propositions économiques et industrielles sur la base de la technologie du nouveau modèle « EPR 2 ».

V.- Le groupe EDF a publié les résultats de son exercice 2018 le 15 février 2019.

Le groupe EDF a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires consolidé en hausse de 4% en croissance organique. La progression de son activité opérationnelle s'est traduite par une progression de l'EBITDA (excédent brut d'exploitation) de 11,3 %. Ce bon résultat a fait suite à deux années de recul significatif (-6,7% en 2016 et -16,3% en 2017). Des éléments non opérationnels ont cependant lourdement pesé en 2018 sur le résultat net courant (-13,1 %) et le résultat net part du groupe (-62,9%).

La hausse de l'EBITDA, qui atteint 15,3 milliards d'euros, a essentiellement été portée par l'activité production-commercialisation en France (+29,2%) qui a bénéficié de l'augmentation de la production nucléaire et hydraulique et de meilleures conditions sur les marchés de gros. A l'inverse l'EBITDA est en forte réduction tant au Royaume-Uni (-15,4%), en raison principalement de l'indisponibilité de deux centrales nucléaires, qu'en Italie (-2,7%) en raison d'une plus-value de cession immobilière qui avait été enregistrée en 2017. L'EBITDA des activités régulées est stable. EDF Renouvelables et Dalkia connaissent des évolutions favorables de leur EBITDA (+4,1% et +12% respectivement). La poursuite de la réduction des charges opérationnelles en 2018 doit permettre d'atteindre le cumul de 1,1 milliard d'euros sur 2015-2019 fixé par le plan de performance.

Le résultat d'exploitation publié (EBIT), d'un montant de 5,64 milliards, est en retrait (-6,3%). Le groupe communique de préférence sur le résultat net courant qui exclut les éléments non récurrents. Le recul de cet indicateur (-13,1%) résulte essentiellement de l'évolution défavorable de la valeur des actifs dédiés en raison de la baisse des marchés financiers contrastant avec la plus-value latente de 2017. La baisse du taux d'actualisation des provisions nucléaires a pour sa part entraîné une augmentation de celles-ci.

Le résultat net part du groupe s'élève à 1,18 milliard (-62,9%). Il a été affecté par les éléments financiers qui viennent d'être mentionnés et par l'inclusion en 2017 de la plus-value enregistrée lors de la cession à la Caisse des Dépôts et à CNP Assurances de 49,9% du capital de RTE (via CTE). EDF affiche un objectif de distribution de 45 à 50 % de son résultat net courant.

Les capitaux propres consolidés s'élèvent au 31 décembre 2018 à 52,6 milliards d'euros, en hausse sur un an de 8,1% grâce principalement aux résultats de 2017 et à l'option de versement du dividende en actions. L'endettement financier net, provisions exclues, s'élève à 33,4 milliards et est stable sur l'année. Le groupe a en particulier achevé en 2018 son plan de cessions pour un montant global de 10 milliards d'euros.

Une particularité du bilan d'EDF est de comprendre un montant très élevé de « provisions non courantes » (71,8 milliards d'euros), c'est-à-dire celles liées à la production nucléaire-aval du cycle, à la déconstruction des installations nucléaires ainsi qu'aux avantages du personnel du groupe. En particulier, la réglementation impose des obligations de provisionnement de long terme du nucléaire qui s'élèvent au 31 décembre 2018 à 28,2 milliards et sont couvertes par des actifs dédiés à hauteur de 27,7 milliards (en valeur de réalisation).

Le cash-flow (avant dividendes) de l'exercice 2018 s'élève à 1,3 milliard d'euros, en diminution de 30% en raison notamment du moindre niveau des cessions d'actifs qu'en 2017.

L'information financière trimestrielle au 31 mars 2019 a été publiée le 14 mai. Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 20,97 milliards d'euros au cours du premier trimestre 2019 contre 20,45 milliards lors de la même période en 2018.

L'activité a été principalement soutenue par la production/commercialisation en France (+2,2% en croissance organique) : l'évolution favorable des prix sur les marchés a compensé une moindre consommation liée à la douceur relative des températures. Le secteur régulé a reculé de 2,6 % en raison de la baisse des volumes acheminés.

Le chiffre d'affaires a été en retrait au Royaume-Uni (-4,2%), en raison de la poursuite de l'indisponibilité de deux centrales nucléaires, et au contraire en progression en Italie (+1,2), la bonne tenue de l'électricité, prix et volumes, compensant le recul du gaz.

EDF a révisé à la hausse ses objectifs 2019 : EBITDA compris entre 16 et 16,7 milliards d'euros, cash-flow (hors Hinkley Point et Linky) supérieur à 600 millions.

La mise en service réussie en Chine des premières centrales nucléaires du type EPR de Taishan Nuclear Power a été au premier semestre 2019 un évènement important pour EDF qui est associé à hauteur de 30%. Le chantier français de l'EPR de Flamanville a pour sa part continué à connaître des vicissitudes qui au total en ont considérablement augmenté son coût et ont retardé sa mise en service qui reste encore dépendante d'autorisations de l'ASN en raison d'anomalies techniques détectées.

VI.- La Commission a disposé d'un rapport d'évaluation d'EDF établi par la banque conseil, J. P. Morgan.

La banque conseil a eu recours à deux approches de valorisation.

a.- Evaluation par somme des parties :

- les activités de production et de commercialisation en France sont évaluées par actualisation des flux de trésorerie (DCF). Le plan d'affaires est construit jusqu'en 2080 par la banque conseil sur la base exclusive du parc nucléaire existant et jusqu'à son extinction après extension de sa durée de vie telle que proposée par EDF. Pour les autres activités, le plan d'affaires est construit jusqu'en 2040 et une valeur terminale est calculée à laquelle un taux de croissance perpétuelle de 1 % est appliqué. Deux scénarii sont considérés : l'un basé sur les hypothèses de prix de l'électricité du cabinet Pöyry et l'autre retenant une évolution moins favorable des prix à partir de 2023. Un taux d'actualisation de 7,5 % est retenu pour le nucléaire et de 6,8 % pour les autres activités ;

- les activités régulées (réseaux) sont évaluées par la méthode des comparables boursiers. Le multiple utilisé est le ratio valeur d'entreprise / EBITDA pour les années 2019 et 2020. Quatre comparables sont retenus : Elia, National Grid, Red Electrica et Terna ;

- pour Framatome est retenu le prix d'acquisition ;

- les autres activités, à l'exception du projet Hinkley Point, sont évaluées par la méthode des comparables boursiers en utilisant le multiple valeur d'entreprise / EBITDA pour les années 2019 et 2020. En particulier :

- . pour EDF Renouvelables sont considérés 9 comparables, 7 européens et 2 canadiens ;
- . pour Dalkia sont retenus 3 comparables français (Veolia, Suez, Spie) ;
- . pour l'activité britannique (hors Hinkley Point) sont considérés 5 comparables britanniques et allemands ;
- . pour l'activité italienne sont retenus 5 comparables italiens ;

- pour Hinkley Point la banque retient la valeur moyenne des trois analystes présentant une évaluation (HSBC, J.P. Morgan, Jefferies).

b.- Evaluation par les multiples boursiers :

Les multiples valeur d'entreprise/ EBITDA et capitalisation/résultat net (P/E) sont retenus, pour les années 2019 et 2020, avec comme sociétés comparables principales Enel et ENGIE qui sont également des énergéticiens intégrés, détenteurs d'actifs de production « merchant » et de réseaux régulés. Les médianes des multiples des producteurs d'électricité et des énergéticiens fortement régulés ou contractés européens sont également présentées comme points de comparaison.

La banque conseil étudie par ailleurs l'évolution du cours de bourse d'EDF sur plusieurs durées. Les objectifs des analystes financiers ainsi que leurs évaluations selon la méthode de la somme des parties.

En conclusion, la banque propose une fourchette pour la valeur d'entreprise du groupe EDF. Le passage à la valeur des fonds propres est réalisé par déduction de la dette nette financière, de la dette hybride et d'autres éléments dont les principaux sont les provisions pour retraites et les provisions nucléaires, nettes de la valeur de réalisation des actifs dédiés.



L'importance du montant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (entre deux-tiers et la moitié de la valeur d'entreprise) rend l'évaluation très sensible (presque du simple au double) aux hypothèses retenues pour le calcul de la valeur d'entreprise, et en pratique de la valorisation de l'activité de production et commercialisation en France en fonction de l'évolution des prix de l'énergie.

VII- En application de l'article 27 I de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission a procédé à l'évaluation d'EDF 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 observe que, depuis son avis du 6 mars 2017, le cours de l'action EDF, qui était alors aux environs de 9 € depuis un an, a progressivement remonté à partir de mai 2017 pour atteindre 15 € en octobre 2018. A partir de février 2019, affectée par les craintes des investisseurs sur les résultats 2019, l'action a glissé vers une valeur proche de 12€ et reste depuis à ce niveau.

L'action EDF est suivie activement par une quinzaine d'analystes financiers. Une majorité d'entre eux recommande l'achat. L'objectif médian est un peu supérieur à 15 €, soit toutefois près d'un euro de moins qu'il y a trois mois.

EDF est un puissant énergéticien européen qui dispose de nombreux atouts dans la période incertaine actuelle de la mutation énergétique : ses parts de marché historiques, sa compétence reconnue d'opérateur majeur de l'énergie nucléaire, son activité régulée de distribution et de transport et son développement dans les services et les énergies renouvelables.

Une évaluation de la valeur fondamentale du groupe est cependant rendue difficile par les nombreuses questions auxquelles les réponses sont encore attendues et notamment :

- l'évolution à court terme de la régulation des prix ;
- la définition du nouveau cadre de régulation équitable et durable qui en 2025 se substituera au régime de l'ARENH (Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique) qui a été créé en 2010 ;
- l'adaptation de l'organisation des actifs du groupe pour dégager les ressources nécessaires à la croissance (l'entreprise doit faire ses propositions en fin d'année 2019) ;
- les conditions et le coût de la prolongation envisagée des centrales nucléaires (grand carénage) ;
- la définition et le lancement du « nouveau nucléaire » (décision attendue en 2021) ;
- la finalisation des grands chantiers en cours (Flamanville, Hinkley Point).

Dans ces conditions, l'évaluation d'EDF à laquelle doit procéder la Commission pour les besoins de l'offre aux salariés ne peut que s'inscrire dans la période de transition actuelle.

Il apparaît qu'une évaluation multicritères d'EDF, conduite selon les méthodes usuelles, et sur la base des hypothèses pouvant être faites aujourd'hui (notamment sans anticipation de la mise en place d'un « nouveau nucléaire »), permet d'approcher des valeurs qui ne sont pas contradictoires avec le niveau du cours de bourse actuel, auquel se fait

légalement l'ORS, et que ce dernier, relativement stable au moins sur la période récente, ne souffre pas d'un déficit conjoncturel manifeste qui rendrait cette référence inadéquate. Le cours de bourse est de plus, comme le souligne la banque conseil, significatif compte tenu du volume du flottant et des transactions quotidiennes.

La Commission estime en conséquence que la valeur d'EDF est correctement évaluée à 11,5 € par action.

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

- la valeur d'EDF ne saurait être inférieure à 11,5 € euros par action, soit globalement à environ 34,6 milliards d'euros pour 3 010 267 676 actions composant le capital social ;
- les conditions de la cession satisfont aux exigences de l'article 31-2 de l'ordonnance du 20 août 2014 et elles résultent de l'application par EDF des dispositions de droit commun relatives à l'épargne salariale, en particulier de l'article L 3332-19 du code du travail.

La cession de titres par l'Etat devant être réalisée concomitamment à la finalisation de l'opération réservée aux salariés par EDF, elle pourrait intervenir dans un délai supérieur à celui de la validité de droit commun des avis de la Commission. En conséquence, celle-ci décide, en application de l'article 29, troisième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, de fixer la durée de validité du présent avis à 45 jours.

Adopté dans la séance du 19 juin 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER