

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2020 - A. - 2 du 3 septembre 2020

relatif à l'évaluation d'EDF

La Commission,

Vu la lettre en date du 31 août 2020 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 d'autoriser une émission d'OCEANE par la société EDF ;

Vu le code de l'énergie ;

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 et 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 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 Erómű Zrt n° 2017-A.C.-1 du 19 janvier 2017 relatif au transfert au secteur privé par EDF de sa filiale hongroise EDF DÉMÁSZ Zr, 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, n° 2019-A.-2 du 19 juin 2019 et n° 2019-A.-3 du 24 juin 2019 relatifs à la cession de titres d'EDF à la société EDF en vue de la mise en œuvre d'une offre réservée aux salariés ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 31 août 2020 ;

Vu le rapport d'évaluation multi-critères d'EDF établi par J.P.Morgan, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 31 août 2020 ;

Vu la note transmise le 2 septembre 2020 par la société EDF à la Commission ;

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

- le communiqué de presse du 14 février 2020 sur les résultats de l'exercice 2019 ainsi que le document de présentation des résultats annuels 2019 rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le document d'enregistrement universel 2019 (URD), déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 13 mars 2020 ;
- les communiqués de presse des 14 avril, 16 avril et 2 juillet 2020 sur les conséquences de la crise sanitaire et l'estimation annuelle de production d'électricité d'origine nucléaire ;
- le communiqué de presse du 30 juillet 2020 sur les résultats semestriels 2020 ainsi que le document de présentation rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le rapport financier semestriel au 30 juin 2020 du groupe EDF ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 3 septembre 2020 successivement :

- la société EDF représentée par MM. Xavier GIRRE, directeur exécutif groupe en charge des finances, Pierre TODOROV et Stéphane TORTAJADA et assistée de sa banque conseil, BNPP représentée par M. Thierry DORMEUIL, Managing Director Corporate Finance. Ont également participé par voie électronique pour EDF Mme Sabine LE GAC, Mme Nathalie PIVET et M. Laurent PERDIOLAT ;
- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, Mme Claire VERNET-GARNIER, M. Julien CHARTIER et assisté de sa banque conseil, JP Morgan représenté par M. Christophe SERBON. Ont également participé par voie électronique pour l'APE M. Bruno VINCENT, M. Sébastien JUSTUM, M. Jérémie GUE, Mme Nacéra AGOSTINI, Mme Frédérique DUGUE, M. Aurélien RIVIERE, M. Arthur FAUST et pour JP Morgan Mme Emmanuelle LEMER, M. Julien BAUBIAT-BRUSSAT et M. Paul MIHAÏLOVITCH ;

EMET L'AVIS SUIVANT

I.- Par lettre en date du 31 août 2020, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser une émission d'obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) par la société EDF.

Le montant total de l'émission s'élèverait à 2 400 000 euros, sans droits préférentiels de souscription pour les actionnaires d'EDF. La cession s'effectuerait selon les procédures des marchés financiers par offre au public dans le cadre d'un placement privé (art. L.411-2 du code monétaire et financier).

L'Etat envisage de souscrire au maximum à hauteur de 40 % de ce montant afin de manifester son soutien à EDF dans la conduite de son plan d'action. Le niveau de sa

souscription devant être en-deçà de sa participation actuelle au capital d'EDF de 71,03% (83,58% en incluant celle détenue en concert par l'EPIC BPIFrance), l'Etat est susceptible de se trouver dilué lors de l'éventuelle conversion des obligations en actions. Cette dilution pourrait atteindre, sous certaines hypothèses, jusqu'à environ 2% pour l'Etat et 3% au total pour le concert.

L'opération étant susceptible d'emporter transfert par l'Etat au secteur privé d'au moins 0,5 % du capital d'EDF, l'avis de la Commission est requis en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée.

Par le présent avis, la Commission détermine la valeur de la société en application de l'article 27 I de ladite ordonnance. Elle émettra lors de l'émission un avis sur la conformité de ses modalités au sens de l'article 29 de l'ordonnance.

II.- Le groupe EDF a été décrit en dernier lieu par la Commission dans son avis du 19 juin 2019 susvisé, en particulier aux points III et IV de cet avis.

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% via CTE), 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 122,3 GWe dans le monde (dont 88,8 GWe en France) au 31 décembre 2019 pour une production mondiale de 557,6 TWh (dont 422,7 TWh en France), le groupe EDF 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 CO² 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 2019 un chiffre d'affaires consolidé de 71,3 milliards d'euros et un excédent brut d'exploitation (Ebitda) de 16,7 milliards. Il participe à la fourniture d'énergie et de services à 38,9 millions de sites client dans le monde dont 29 millions en France. Il emploie dans le monde 165 000 personnes.

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

- le secteur « France - activités de production et de commercialisation » (36,8% du chiffre d'affaires et 45,7% de l'Ebitda en 2019) comprend les activités de production d'électricité et de commercialisation ainsi que de trading de matières premières ;

- le secteur « France - activités régulées » (21,2% du chiffre d'affaires et 30,5% 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 « EDF Renouvelables » (2,1% du chiffre d'affaires et 7,1% de l'Ebitda) reprend l'activité d'EDF Nouvelles Energies ;
- le secteur « Framatome » (4,5% du chiffre d'affaires externe et 1,5% 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 » (12,6% du chiffre d'affaires et 4,6% 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 C (HPC) ;
- le secteur « Italie » (10% du chiffre d'affaires et 3,5% de l'Ebitda) est représenté par le groupe Edison dont EDF a pris le contrôle intégral en 2012. Edison a environ 600 000 clients électricité et 900 000 clients gaz fin 2019. Il est le troisième producteur d'électricité du pays avec 8 % de la production d'électricité (21,4 TWh) ;
- le secteur « Autre international » (3,6% 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 « Dalkia » (5,6% du chiffre d'affaires et 2,1% 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 les énergies renouvelables et de récupération, la réduction des consommations d'énergie et l'amélioration de la performance des installations ;
- le secteur « autres métiers » (3,6% du chiffre d'affaires et 3% 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.

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 du fait de 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, énergies nouvelles, et dans l'avenir le programme de « nouveau nucléaire » français).

La part importante du nucléaire engendre pour l'avenir des coûts élevés de gestion des déchets et de démantèlement des centrales.

En 2015, le groupe EDF a défini le projet stratégique CAP 2030 qui repose sur deux leviers : l'efficacité énergétique et la décarbonation de l'énergie.

Dans ce contexte, les disponibilités financières 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 sur la période 2016-2019 comprenant une optimisation des investissements nets, une réduction des charges opérationnelles, un plan de cessions d'actifs et une recapitalisation du groupe EDF. Les objectifs de ce plan d'action ont été atteints en totalité fin 2019.

L'avenir de l'activité du groupe EDF s'inscrit dans le cadre de la stratégie de transition énergétique de la France qui prévoit notamment à horizon 2035 la réduction à 50 % de la part d'électricité d'origine nucléaire.

S'agissant du parc nucléaire existant, la stratégie industrielle d'EDF est de l'exploiter au-delà de 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 a indiqué qu'il conduirait avec la filière nucléaire un travail d'instruction visant à évaluer l'opportunité d'un programme d'installations nucléaires nouvelles en France (« nouveau nucléaire »). La décision sur la mise en œuvre d'un tel programme ne sera pas prise avant fin 2022.

III.- Le groupe EDF a publié dans ce contexte les résultats de son exercice 2019 le 14 février 2020, avant l'éclatement de la crise sanitaire consécutive à l'épidémie de coronavirus.

Au cours de l'exercice 2019, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a progressé de 4 % (3,5% en variation organique) à 71,3 milliards d'euros. L'Ebitda est passé de 14,9 à 16,7 milliards, en hausse (+12,1 %, +8,4% en variation organique) pour la deuxième année consécutive. Les autres soldes de gestion ont très fortement progressé grâce à une évolution favorable du résultat financier. Le résultat net est multiplié par 4,4 à 5,16 milliards.

La hausse de l'Ebitda a été portée pour l'essentiel par le secteur production/commercialisation en France (+16,1%) grâce à l'augmentation tant des prix de marché que du tarif réglementé, ce qui a permis de compenser une baisse de la production nucléaire et l'érosion des parts de marché. Le secteur des énergies renouvelables a pour sa part bénéficié d'une importante plus-value sur la cession de 50 % du projet écossais de parc éolien en mer. L'Ebitda est en retrait au Royaume-Uni (-4,6%) en raison du recul de la production nucléaire et de la mise en place d'un plafonnement des tarifs résidentiels de l'électricité et du gaz. L'activité en Italie a été pénalisée par la baisse des prix et des volumes du gaz. Le secteur autre international progresse fortement (+36,3%) grâce notamment à de bonnes conditions d'activité en Belgique tandis que le secteur autres métiers recule (-26,2%) pour des motifs non récurrents.

Le résultat d'exploitation publié (Ebit), d'un montant de 6,76 milliards, est en forte hausse (+23,9%) grâce à la progression de l'Ebitda et à un solde positif des variations nettes de juste valeur sur instruments dérivés (+2,3 milliards contre -1 milliard en 2018). Le groupe communique de préférence sur le résultat net courant qui exclut les éléments non récurrents ; cet indicateur est lui aussi en forte hausse à 3,9 milliards (+57,9 %).

Le résultat net part du groupe s'élève à 5,16 milliards (multiplié par 4,4) grâce aux éléments notamment financiers précités.

Les capitaux propres consolidés s'élèvent au 31 décembre 2019 à 55,8 milliards d'euros, en hausse sur un an de 6 % grâce essentiellement au résultat net consolidé.

L'endettement financier net du groupe s'élève à 41,1 milliards d'euros à fin décembre 2019, en hausse de 7,7 milliards sur un an, en raison principalement de l'application de la nouvelle norme comptable IFRS16, du rachat de titres hybrides et des investissements relatifs aux programmes HPC et Linky. Le ratio d'endettement financier net rapporté à l'Ebitda s'établit à 2,46.

Une particularité du bilan d'EDF est de comprendre un montant très élevé de « provisions non courantes » (80,8 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 législation (article L.594-2 du code de l'environnement) impose des obligations de provisionnement de long terme du nucléaire qui s'élèvent au 31 décembre 2019 à 30,0 milliards et sont couvertes par des actifs dédiés à hauteur de 31,6 milliards (en valeur de réalisation). Le taux de couverture réglementaire des provisions par des actifs dédiés est ainsi passé à 105,5 % (contre 98,3% fin 2018).

Le cash-flow groupe s'élève à -791 millions d'euros, en dégradation de 190 millions d'euros, par rapport à 2018. Hors HPC et Linky, le cash-flow est positif à hauteur de 1,8 milliard d'euros.

IV.- Le premier semestre de l'année 2020 a été marqué pour l'essentiel par les conditions exceptionnelles résultant de la propagation de l'épidémie de coronavirus (Covid-19) en Europe et dans le monde entier. L'interdiction générale de déplacement en France (« confinement ») en vigueur du 17 mars au 11 mai 2020 a paralysé l'activité économique. D'après l'INSEE, le produit intérieur brut a ainsi chuté de 5,9 % au premier trimestre et de 13,8 % au deuxième. RTE a évalué, par rapport à 2019, la baisse de consommation d'électricité en France à 18,7 % en avril et 15 % en mai et la baisse de la production nucléaire à 15,5% en avril, 22% en mai et 25% en juin. EDF indique que la baisse cumulée de production d'électricité d'origine nucléaire depuis le début de l'année est de 15,8%, à 219,5 TWh.

Le groupe EDF évalue à 1,01 milliard d'euros l'impact de cette crise sur son excédent brut d'exploitation (EBE) du premier semestre 2020. Il affecte plus particulièrement trois domaines :

- activités régulées : baisse des volumes distribués et des prestations de raccordement au réseau (impact non récurrent) ;
- clients et services : baisse des ventes aux clients et arrêt de nombreux chantiers d'optimisation pour Dalkia (impact non récurrent) ;

- production nucléaire en France : arrêt des chantiers de maintenance et de rénovation des centrales nucléaires, de rechargement de combustible, puis reprise des travaux dans des conditions de travail contraintes. Le retard dans les travaux conduit à un nouveau calendrier qui comprendra des arrêts de production et il a donc probablement un effet récurrent sur les deux à trois années à venir.

La chute des marchés financiers consécutive à la crise sanitaire a de plus eu un impact considérable sur la valorisation du portefeuille d'actifs dédiés qui comprenait au 31 décembre 2019 un montant de 13 milliards d'euros investi en actions (la composition des actifs dédiés a pour cible 40% en fonds d'investissement en actions).

EDF a communiqué à la Commission l'évaluation chiffrée détaillée des effets de la crise dans chacun de ces domaines.

Un autre élément important du semestre a été la réévaluation des coûts de construction en cours des centrales nucléaires de Flamanville en France et de Hinkley Point C (HPC) au Royaume-Uni, notamment en conséquence de la crise sanitaire.

Enfin, les modalités de réforme en préparation de l'Accès régulé à l'électricité nucléaire historique (ARENH) sont un sujet important pour EDF comme les conséquences du régime actuel en période de faible demande l'ont bien montré pendant la crise sanitaire, conduisant à des contentieux en cours entre EDF et les fournisseurs concurrents ayant-droit.

V.- La situation dans laquelle se trouve ainsi le groupe l'a conduit à retirer le 14 avril ses objectifs financiers annoncés lors de la publication en février 2020 des résultats 2019 puis à communiquer le 30 juillet 2020 au marché ses nouveaux objectifs lors de la publication des résultats du premier semestre.

EDF se fixe désormais pour 2020 un objectif d'excédent brut d'exploitation (EBE) de 15,2 à 15,7 milliards d'euros.

D'un point de vue opérationnel, EDF a précisé qu'il estimait sa production d'électricité d'origine nucléaire à environ 315-325 TWh en 2020 et à un volume compris entre 330 et 360 TWh pour chacune des années 2021 et 2022.

Pour faire face aux conséquences de la dégradation de la situation, EDF a décidé de prendre sans attendre des mesures correctrices de réduction des coûts et de cessions d'actifs (« plan Mimosa »).

Ce plan poursuit un nouvel effort de baisse des coûts, avec une cible de 500 millions d'euros de réduction des charges opérationnelles entre 2019 et 2022, ainsi qu'une stabilisation des investissements nets à environ 15 milliards d'euros en moyenne par an sur la période 2020 - 2022.

En outre, de nouvelles cessions d'actifs seront engagées, avec un objectif d'environ 3 milliards d'euros sur la période 2020 - 2022.

Ce plan d'action vise à permettre la poursuite du déploiement de la stratégie CAP 2030 tout en assurant la solidité du bilan du groupe avec un ratio d'endettement financier rapporté à l'EBE maintenu à environ 3 fois, chaque année sur la période 2020-22.

VI.- Les résultats du premier semestre 2020, rendus publics par EDF le 30 juillet 2020, intègrent les effets à cette date de la crise sanitaire.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 34,7 milliards d'euros soit une baisse de 4,9 % par rapport au premier semestre 2019. Les activités régulées et celles de production et de commercialisation ont compensé en partie les effets de la crise grâce à la hausse des prix bénéficiant tant aux activités régulées (hausse du tarif TURPE 5 en août 2019) qu'aux activités non-régulées (hausse des tarifs réglementés des 1^{er} juin 2019 et 1^{er} février 2020). Ont été spécialement en recul les métiers services (-11%), Italie (-29% en raison de la baisse des prix et des volumes) et autres métiers (-27% du fait de la forte baisse des prix de gros du gaz).

L'Ebitda, d'un montant de 8,20 milliards, a limité son recul à 1,6% grâce aux hausses de tarifs mentionnées et à la forte progression de l'Ebitda au Royaume-Uni (multiplié par 3,5 en raison de la hausse des prix réalisés du nucléaire et du rétablissement du marché de capacité).

Le résultat d'exploitation publié (Ebit) chute de 56 % à 1,62 milliard. Il est affecté par les variations nettes de juste valeur sur instruments dérivés, la hausse des dotations aux amortissements et la constatation de 738 millions d'euros de pertes de valeur (ajustements de valeur sur le nucléaire au Royaume-Uni).

Le résultat net courant communiqué par EDF (résultat net hors éléments non récurrents et variations nettes de juste valeur) est quant à lui en baisse de 9,6 % à 1,27 milliard.

Au total le premier semestre 2020 se traduit par une perte nette de 0,70 milliard (contre un bénéfice de 2,50 milliards au premier semestre 2019), le résultat financier ayant été lourdement affecté (- 2,63 milliards) par la baisse de juste valeur du portefeuille des actifs dédiés en raison de l'évolution des marchés financiers pendant la crise sanitaire.

Le cash-flow du groupe s'établit à -1,89 milliard d'euros à fin juin 2020 (contre + 1,05 milliard d'euros à fin juin 2019) en raison principalement de la dégradation du besoin en fonds de roulement à hauteur de -1,36 milliard d'euros qu'EDF explique notamment par des décaissements d'appels de marge sur l'activité de *trading* et par le déficit de compensation de la CSPE.

Au 30 juin 2020, les capitaux propres consolidés s'élèvent à 53,9 milliards d'euros, en baisse de 3,5% par rapport au 31 décembre 2019 compte-tenu du déficit de la période et d'écarts de conversion (défavorables sur la livre sterling) et de réévaluation d'instruments financiers (favorables).

L'endettement financier net s'élève à 42 milliards d'euros soit un ratio de 2,54 de endettement financier net par rapport à l'Ebitda.

VII.- La Commission a disposé d'un rapport d'évaluation d'EDF établi par la banque conseil de l'Etat, 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 scenarii 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 à 9 % est retenu pour le nucléaire et de 6,5 à 8 % pour les autres activités. Le plan Mimosa est pris en compte ;

- 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 2020 et 2021. Quatre comparables sont retenus : Elia, National Grid, Red Electrica et Terna ;

- pour Framatome est retenu le prix d'acquisition ;

- pour Hinkley Point C, la banque retient le montant des investissements à date, proportionnellement ajusté pour exclure les dépassements de coûts à terminaison par rapport à l'évaluation initiale ;

- les autres activités sont évaluées par la méthode des comparables boursiers en utilisant le multiple valeur d'entreprise / Ebitda pour les années 2020 et 2021. 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.

b.- Evaluation globale par les multiples boursiers :

Les multiples valeur d'entreprise/Ebitda et capitalisation/résultat net (P/E) sont retenus, pour les années 2020 et 2021, avec comme sociétés comparables principales les producteurs d'électricité (RWE, Fortum, Centrica, Uniper). Les énergéticiens fortement régulés ou contractés européens (Iberdrola, E.on, Naturgy, EDP, Endesa, SSE) sont également présentés comme points de référence ainsi que ENGIE.

Dans les évaluations conduisant à une valeur d'entreprise, 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.

La banque conseil analyse par ailleurs l'évolution du cours de bourse d'EDF sur plusieurs durées.

Elle étudie aussi les objectifs des analystes financiers ainsi que leurs évaluations selon la méthode de la somme des parties.

Sur ces bases, la banque conseil présente des fourchettes d'évaluation pour chacune des quatre approches étudiées (somme des parties, comparables boursiers, cours de bourse, objectifs des analystes financiers).

VIII- 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.

Depuis le précédent avis d'évaluation d'EDF émis par la Commission le 19 juin 2019, le cours de l'action a d'abord poursuivi la forte baisse qu'il avait entamée en novembre 2018. Il passait ainsi de 12 € à mi-juin 2019 à 9 € à fin octobre 2019. Une vigoureuse reprise l'amenait à 13 € à fin février 2020 avant qu'il ne retombe en avril à 7 €. Le cours a remonté à 9 € en début d'été, niveau autour duquel il se maintient. On relèvera que l'évolution du cours d'EDF sur la majeure partie de la période a été largement indépendante de celle du marché en général et de celle de l'indice Eurostoxx Utilities, ce qui révèle l'importance des facteurs propres au groupe. A partir de début mars 2020, et de la crise sanitaire, le cours d'EDF suit les mouvements du marché, en amplifiant celui à la baisse au long du mois de mars. Au total, à mi-août 2020, le cours d'EDF avait perdu sur un an 14,3 % alors que l'indice CAC n'avait reculé que de 4,5 % et que l'indice Eurostoxx Utilities avait gagné 13,8 %.

L'action EDF est suivie activement par une quinzaine d'analystes financiers. Une majorité d'entre eux continuent à recommander l'achat. La moyenne des objectifs des analystes ayant intégré les résultats semestriels 2020 est de 10,8 € soit 4 € euros de moins qu'en juin 2019.

Les agences de notation ont revu leurs notes émetteur long terme pour tenir compte des conséquences de l'épidémie. S & P a ainsi en dernier lieu abaissé le 22 juin 2020 sa note de A- à BBB+, avec perspective stable, soulignant l'aggravation des risques structurels et opérationnels des opérations nucléaires. Moody's et Fitch attribuent respectivement les notes A3 et A- tous deux avec passage à perspective négative.

Comme l'avait déjà souligné la Commission dans ses précédents avis, 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.

Pendant la crise sanitaire, le groupe EDF a su montrer sa capacité à faire face d'un point de vue opérationnel à une situation imprévisible en assurant la continuité du service. EDF a su prendre ensuite sans attendre les mesures financières correctrices pour compenser en partie les effets négatifs de la crise (plan « Mimosa »), le calendrier de la maintenance des centrales nucléaires restant toutefois un enjeu complexe. L'atteinte, et même le dépassement, des objectifs du plan antérieur de 2016-2019 conforte la confiance dans cette action. Parmi les événements positifs récents on notera aussi la mise en service commerciale réussie des deux EPR de Taishan en Chine.

L'évaluation de la valeur fondamentale du groupe reste cependant rendue difficile par les nombreuses questions auxquelles les réponses sont toujours attendues et dont l'évolution de la problématique se révèle être un des facteurs déterminant sur le cours de bourse. La trajectoire difficilement prévisible du prix de l'électricité dans les années à venir a par ailleurs un fort impact sur l'évaluation qui oblige à considérer plusieurs scénarii.

Parmi les questions en suspens on citera en particulier :

- la définition du nouveau cadre de régulation qui en 2025 se substituera au régime de l'ARENH qui a été créé en 2010 ;
- l'adaptation de l'organisation des actifs du groupe pour dégager les ressources nécessaires à la croissance tout en préservant l'intégrité du groupe ;
- les conditions et le coût de la prolongation envisagée des centrales nucléaires (grand carénage) ;
- la définition et le lancement du « nouveau nucléaire » ainsi que les conditions économiques de ce lancement (décision reportée à fin 2022) ;
- la finalisation des grands chantiers en cours (Flamanville, Hinkley Point C).

L'évaluation à laquelle doit procéder la Commission s'inscrit donc à nouveau dans un contexte de transition incertain qui est également celui pris en compte par les investisseurs comme le manifestent les évolutions du cours de bourse. Ce cours de bourse est, comme le souligne la banque conseil, significatif compte tenu du volume du flottant et des transactions quotidiennes.

L'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 », et avec plusieurs scénarii d'évolution des prix de l'électricité), permet d'approcher des valeurs qui ne sont pas contradictoires avec le niveau du cours de bourse et les objectifs à terme des analystes financiers.

IX.- 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 8,5 euros par action, soit globalement à environ 26,38 milliards d'euros pour 3 103 621 086 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 3 septembre 2020 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