

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2022 - A.C. – 01 du 15 novembre 2022

relatif au transfert au secteur privé par EDF Trading Holdings LLC
de la société EDF Energy Services LLC

La Commission,

Vu la lettre en date du 4 octobre 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 EDF Energy Services LLC par la société EDF Trading Holdings LLC, filiale indirecte à 100 % d'EDF ;

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 la note de l'Agence des participations de l'Etat remise à la Commission pour l'audition du 19 octobre 2022 ;

Vu le contrat de cession et d'acquisition d'actions en date du 9 septembre 2022 entre EDF Trading Holdings LLC (« le cédant ») et BP Energy Retail LLC (« le cessionnaire ») et son avenant du 8 octobre 2022 relatif au *transition services agreement* ;

Vu le rapport de valorisation établi par PJT Partners, conseil du vendeur, daté de septembre 2022 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission le 10 novembre 2022 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 19 octobre 2022,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Sébastien Justum, directeur de participations énergie Adjoint, M. Arthur Faust, chargé de participations EDF, M. Etienne Simon, chargé de participations EDF, Mme Frédérique Dugué, adjointe au responsable du pôle juridique ;
- EDF représenté par Mme Sylvie Billion, directeur financier EDF Trading, M. Jean-Michel BOY, directeur adjoint M&A groupe EDF, Mme Delphine Guérin-Bonjean, directrice juridique M&A Groupe EDF ;

- PJT PARTNERS représenté par M. Louis Prémont, *vice-president*, M. Pierre Bourderye, *managing director*.

le 4 novembre 2022,

- L'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Arthur Faust ;
- BP North America représenté par M. Matt Bueninck, *vice-president M&A* et M. Matthew Dare, *associate M&A* ;
- PJT PARTNERS représenté par M. Louis Prémont, *vice-president*.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 4 octobre 2022, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société EDF Energy Services LLC, société américaine immatriculée au Delaware, par la société EDF Trading Holdings LLC.

L'intégralité du capital d'EDF Energy Services LLC (EDF ES) est détenue par EDF Trading Holdings LLC, elle-même filiale indirecte à 100 % d'EDF.

A l'issue de l'opération envisagée, l'acquéreur BP Energy Retail LLC, société américaine filiale de BP North America, détiendrait la totalité du capital d'EDF ES.

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.

Outre l'approbation du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission des participations et des transferts, la transaction est soumise à deux conditions suspensives : l'accord de l'autorité de contrôle des concentrations des Etats-Unis¹ et celui de la Federal Energy Regulatory Commission (FERC)².

II.- La société, immatriculée au Delaware et dont le siège se trouve à Houston (Texas), exerce une activité de vente de produits et services d'électricité et de gaz naturel aux Etats-Unis. Elle figure parmi les leaders sur ce marché.

¹ Accord qui a été délivré le 24 octobre 2022

² L'autorisation a été délivrée le 14 novembre 2022

Elle détient par ailleurs 100% du capital d'EDF Industrial Power Services LLC (nécessaire à l'activité de la Société en Californie) ainsi qu'une participation de 1,58% dans ClearTrace Technologies - qui fournit des données sur l'électricité et le carbone, traçables et exploitables par les acteurs de marché.

La société n'emploie pas de salariés mais 109 employés d'EDF Trading North America LLC sont toutefois dédiés à son activité. Les rémunérations des salariés sont refacturées via un contrat de prestation de services.

EDF ES dispose d'un portefeuille de clients commerciaux et industriels de qualité avec un taux élevé de renouvellement des contrats au regard des standards de la profession.

EDF ES a connu une croissance organique soutenue au cours des dernières années³, notamment grâce à des investissements dans sa force de vente, dans ses systèmes de tarification et d'information et grâce à une gestion des risques efficace.

EDF ES et ses filiales ont réalisé en 2021 un chiffre d'affaires brut consolidé de 3,2 Mds \$, un chiffre d'affaires net des achats d'électricité et de gaz de 152 M\$, pour un EBITDA de 109 M\$. L'année 2021 reste toutefois exceptionnelle en raison des très forts volumes d'électricité et de gaz demandés par les clients d'EDF ES lors de la tempête Uri qui a touché le sud des Etats-Unis en février 2021.

III.- La trajectoire financière d'EDF a été très significativement impactée par la baisse de la production nucléaire française compte tenu des mises à l'arrêt et des prolongations d'arrêts de réacteurs en raison de la découverte de phénomènes de corrosion sous contrainte sur des portions de tuyauteries raccordées au circuit primaire principal.

L'impact de ces difficultés opérationnelles sur l'EBITDA du groupe EDF est important ; la dernière évaluation, publiée le 27 octobre 2022, s'élève à -32 Mds €.

Dans ce contexte, le conseil d'administration d'EDF, réuni le 17 février 2022, a décidé d'un plan d'actions visant à limiter les impacts de ces difficultés opérationnelles sur la situation financière du groupe. Ce plan d'actions prévoit notamment de nouvelles cessions d'actifs, avec un objectif d'environ 3 Mds € d'ici 2024.

L'opération envisagée permettrait d'amorcer le déploiement de ce programme de cessions.

En outre, l'opération conduirait à la réduction des émissions annuelles de CO2 de scope 3 du groupe EDF de 18 millions de tonnes, et contribuerait ainsi à l'atteinte de l'objectif de réduction de 8% sur 2019-2023 que le groupe EDF s'est fixé.

IV.- Le cédant a entamé, en mars 2022, un processus de cession avec pour principaux objectifs, d'une part de maximiser la valeur des activités cédées et les produits de cession tout en minimisant les risques d'exécution, d'autre part, de contribuer au plan de cessions ainsi qu'au désendettement du groupe EDF.

³ + 17% de croissance annuelle moyenne des ventes d'électricité en volume sur la période 2016-2021

A cet effet, un processus d'enchères resserré a été initié par le cédant et mené par PJT Partners, banque-conseil du vendeur.

Sur les 15 acquéreurs potentiels contactés (investisseurs financiers et industriels), 13 ont exprimé un intérêt de principe et ont reçu un mémorandum d'information. 7 acquéreurs potentiels ont remis une offre indicative, parmi lesquels 4 ont été invités en Phase II permettant l'accès à la *data room* regroupant les informations détaillées sur EDF ES.

Deux offres fermes ont été remises à l'issue de la phase II.

L'offre de BP était la mieux-disante.

Un accord d'exclusivité de négociation a donc été conclu sur la période du 18 août au 9 septembre 2022 et le contrat de vente a été signé le 9 septembre 2022.

V.- Le groupe BP est un des leaders mondiaux de la production et distribution d'énergie fossile et renouvelable. BP exerce ses activités dans :

- la distribution et les services à la clientèle (~70% des revenus): activités axées sur les clients, telles que la vente de carburants au détail, la recharge de véhicules électriques, ainsi que le raffinage et le commerce du pétrole ;
- le gaz et l'énergie à faible teneur carbone (~17% des revenus) : exploration et production de gaz, commerce du gaz et de l'électricité, et opérations à faible émission de carbone dans le domaine de l'énergie solaire et de l'hydrogène ;
- la production et l'exploitation pétrolières (~13% des revenus): exploration et production de pétrole brut en amont.

L'acquisition d'EDF ES s'inscrit dans la stratégie annoncée par BP de développer sa présence sur le marché de l'électricité aux Etats-Unis et notamment verticalement vers la vente aux clients commerciaux et industriels. Elle lui permettrait également d'augmenter la part de ses contrats *retail* « verts » et de générer des synergies avec ses activités de production de gaz aux Etats Unis.

VI.- Après autorisation préalable du conseil d'administration d'EDF le 6 septembre 2022, le contrat de cession a été signé le 9 septembre 2022. Le prix de cession retenu est égal à la valeur d'entreprise (évaluée par BP à 500 M\$) diminuée de la dette financière nette éventuelle à la date de réalisation, et augmentée de l'écart entre le BFR à date de réalisation et le BFR normatif négocié (125 M\$).

EDF ES n'étant pas endetté et sa trésorerie faisant l'objet d'une gestion centralisée de la trésorerie, l'opération sera réalisée sans transfert de dette, l'ajustement portera uniquement sur l'écart du BFR à la date de réalisation (*closing*) par rapport au BFR normatif. A la date de rédaction du présent avis cet écart était évalué à 25 M\$ portant l'estimation du prix total à 525 M \$.

Le contrat de cession stipule également que sera conclu à la date de réalisation de l'opération un contrat de services transitoires prévoyant la fourniture par EDF Trading Holdings

LLC d'un certain nombre de services pour une durée allant jusqu'à 18 mois et un accord de couverture assurant que toutes les couvertures financières existantes resteront en place.

Par ailleurs, dans le cadre du contrat de cession, BP Energy Retail LLC s'est engagé à faire une offre d'emploi à tous les employés d'EDF Trading North America qui travaillent à plein temps pour EDF ES (*cf. supra*). Tous les salariés ont accepté l'offre.

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

La valorisation d'EDF ES a été déterminée à partir de méthodes d'évaluation couramment pratiquées à l'occasion de cessions d'entreprises, à savoir :

- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (*DCF*⁴) ;
- la méthode analogique à partir des multiples des transactions comparables réalisées dans le secteur ;
- la méthode analogique à partir des multiples retenus par les analystes couvrant des sociétés comparables ;
- la méthode analogique à partir de multiples de sociétés comparables cotées ;
- la valorisation indépendante de Duff & Phelps réalisée fin 2021.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles (*DCF*)

Cette valorisation s'appuie sur un plan d'affaires à 5 ans à l'horizon 2027, préparé par le management d'EDF ES.

Pour les ventes d'électricité, ce plan d'affaires se base sur le volume comptabilisé pour les contrats à prix fixe et indexé et un taux de renouvellement en légère augmentation par rapport à l'historique. Il prévoit la poursuite d'une croissance organique soutenue, en ligne avec les performances passées, qui permet une amélioration des marges unitaires des ventes d'électricité grâce aussi à une maîtrise des charges d'exploitation.

Pour le gaz, le plan d'affaires reflète le volume existant par marché régional pour les contrats à prix fixe et indexé et un taux de renouvellement en ligne avec le niveau historique. L'EBITDA sur cette activité continue de représenter de l'ordre de 10% de l'EBITDA global sur toute la durée du plan d'affaires.

La valeur terminale est déterminée sur la base d'un multiple d'EBITDA avec une valeur centrale qui est en ligne avec les multiples pris en compte par les analystes des marchés actions du secteur.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est déterminé sur la base d'une prime de risque sur actions et d'un beta constatés dans des sociétés comparables cotées en bourse aux

⁴ *Discounted Cash Flow*

Etats-Unis. Le conseil du vendeur retient par ailleurs un taux sans risque⁵ de 3,49% calculé au 23 août 2022. Il intègre également une prime de taille rehaussant l'exigence de rendement. Au final, le CMPC retenu a une valeur centrale de 11 %.

Multiples des transactions comparables réalisées dans le secteur

La banque conseil a examiné huit opérations réalisées entre 2016 et 2020. Sur ces huit opérations, les deux qui portent sur des entreprises orientées dans le secteur du commerce et de l'industrie ont été jugées plus pertinentes.

Multiples retenus par les analystes couvrant des sociétés comparables

Les analystes de marché qui suivent les valeurs de producteurs d'électricité indépendants (*IPP*⁶) aux Etats-Unis évaluent, dans leurs modèles de valorisation, les activités de vente d'énergie aux clients commerciaux et industriels, d'une part, et résidentiels, d'autre part, sur la base de multiples d'EBITDA.

Ces multiples, appliqués à EDF ES, aboutissent à une fourchette de valeur d'entreprise proche de celle des transactions comparables.

La méthode analogique à partir de multiples de sociétés comparables cotées

La banque conseil a déterminé les multiples d'EBITDA de trois producteurs indépendants d'électricité aux Etats-Unis : Constellation, VISTRA et nrg. L'utilisation de ces multiples conduit à une valeur d'entreprise d'EDF ES d'un montant plus faible mais proche de celui résultant de la méthode DCF.

Valorisation indépendante de Duff & Phelps réalisée fin 2021

Duff & Phelps retient une approche DCF avec un CMPC de 9 % à 10 %, une valeur terminale sur la base d'un multiple d'EBITDA inférieur à celui de la banque conseil et un plan d'affaires nettement plus conservateur que celui retenu dans la méthode DCF de la banque conseil.

La valeur d'entreprise d'EDF ES en résultant est la plus basse des méthodes de valorisation utilisées par la banque conseil.

Au final, les différentes méthodes utilisées par la banque conseil aboutissent à une fourchette large de valeur d'entreprise.

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*

⁵ 20 year US Treasury bonds

⁶ *Independant power producer*

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 la banque conseil a retenu l'approche de valorisation décrite au VII.

La Commission considère que l'approche de valorisation conduite par Duff & Phelps doit être écartée car elle repose sur des données de fin 2021 et surtout sur des hypothèses en termes de plan d'affaires et de valeur terminale qui sont à des niveaux trop faibles au regard de la situation et des perspectives d'EDF ES.

Le recours par la banque conseil à trois méthodes analogiques (comparables des transactions, comparables des sociétés évaluées par les analystes actions et comparables boursiers) soulève la question du niveau de comparabilité des entreprises retenues.

A cet égard, la Commission constate que la méthode des comparables de transaction n'offre que deux transactions pertinentes, dont l'une remonte à 2016 et l'autre à 2020. Compte tenu de l'ancienneté de ces transactions et des profonds changements qui ont affecté le secteur de l'énergie depuis lors, les valorisations résultant de cette méthode ne semblent pas pouvoir être retenues.

Par ailleurs, la Commission constate que les multiples d'EBITDA retenus par les analystes actions sur deux sociétés cotées sont sensiblement inférieurs à ceux résultant de la valeur boursière actuelle de ces entreprises. Le caractère récent de ces évaluations (août 2022) conduit la Commission à retenir ces valorisations en opérant la moyenne des multiples d'EBITDA résultant de ces deux méthodes.

Enfin, la méthode DCF paraît comme étant la méthode la plus pertinente dans le cas d'espèce, puisqu'elle s'appuie sur un plan d'affaires ambitieux mais crédible préparé par le management d'EDF ES. Concernant le calcul du CMPC, la Commission considère que le taux d'intérêt au 23 août 2022 utilisé par la banque conseil doit être actualisé pour prendre en compte la forte hausse des taux intervenue depuis lors (+ 80 points de base environ). Le CMPC retenu ressort donc à 12%.

Le multiple d'EBITDA retenu pour le calcul de la valeur terminale doit être celui résultant de la moyenne des multiples issus des comparables boursiers et des prévisions des analystes pour les raisons décrites supra.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur d'entreprise d'EDF ES à retenir peut être correctement estimée à 410 M \$ soit, compte tenu de l'absence d'endettement et de trésorerie, une valeur des fonds propres de même montant.

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.

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 EDF Energy Services LLC ne saurait être inférieure à 410 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, qui est au moins égal 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 EDF Energy Services LLC.

Adopté le 15 novembre 2022 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Bérold 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 XX**autorisant le transfert au secteur privé de la société EDF Energy Services LLC**

NOR : ECOAXX

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° 2022-AC-X recueilli le X novembre 2022, 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 EDF Trading Holdings LLC à la société BP Energy Retail LLC de 100 actions de la société EDF Energy Services LLC, soit 100% du capital d'EDF Energy Services LLC, selon les modalités prévues aux articles 2 et 3 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de XXX XXX XXX dollars américains.

Article 3

Un versement à titre d'ajustement pourra, le cas échéant, intervenir entre EDF Trading Holdings LLC et BP Energy Retail LLC, postérieurement à la date de réalisation, pour tenir compte de l'écart entre les montants estimés et les montants définitifs à la date de réalisation des coûts liés

à la transaction, du besoin en fonds de roulement et de la dette nette de la société EDF Energy Services LLC.

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