

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2020 - A.C. - 3 du 18 novembre 2020

relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société Edison E&P SpA

La Commission,

Vu les lettres en date du 23 septembre 2020 et du 17 novembre 2020 par lesquelles le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration et Production S.p.A. par Edison S.p.A., filiale 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 l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2019-A.C.-2 du 16 octobre 2019 relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société Edison E&P SpA ;

Vu le contrat de cession en date du 4 juillet 2019 (*Agreement for the Sale and Purchase of Edison Exploration & Production spa*) entre Edison SpA (le vendeur), Energean Capital Ltd (l'acheteur) et Energean Oil & Gas Plc (le garant de l'acheteur), transmis à la Commission le 11 octobre 2019 ;

Vu le *Second Amendment to the Sale and Purchase Agreement* en date du 2 avril 2020 et le *Third Amendment to the Sale and Purchase Agreement* en date du 28 juin 2020, transmis à la Commission le 23 septembre 2020 ;

Vu le communiqué de presse d'Edison S.p.A. du 29 juin 2020 intitulé « Edison : firmata la revisione dell'accordo di vendita di Edison Exploration & Production S.p.A. a Energean » ;

Vu les communiqués de presse publiés par Energean et en particulier :

- les résultats de l'exercice 2019 (19 mars 2020) ;
- le document intitulé « Edison E&P Transaction Update Revised Combined Group Guidance » (29 juin 2020) ;
- les résultats du premier semestre 2020 (10 septembre 2020) ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat (APE) transmise à la Commission le 23 septembre 2020 ;

Vu les notes transmises par EDF à la Commission :

- le 23 septembre 2020 intitulée « mise à jour juillet 2020 » ;

- le 26 octobre 2020 intitulée « points complémentaires octobre 2020 » en réponse à des questions de la Commission ;
- le 5 novembre 2020 intitulée « points complémentaires novembre 2020 » en réponse à des questions de la Commission ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 23 septembre 2020 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 23 septembre 2020 conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Sébastien JUSTUM, directeur de participations adjoint énergie à l'Agence des participations de l'Etat (APE). Ont également participé par voie électronique MM. Arthur FAUST et Aurélien RIVIERE ;
- la société EDF représentée par MM. Aymeric DUCROCQ, directeur M&A, et Alexandre THONNAT ;
- le groupe Edison représenté par MM. Fabio DUBINI, SVP Development & Portfolio Mgt, Carmine FARINA et Rafael SALTO, qui ont participé par voie électronique ;
- Perella Weinberg Partners, banque conseil d'Edison SpA, représenté par M. David AZEMA, associé. A également participé par voie électronique M. Olivier PIVA ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Le 4 octobre 2019, le ministre chargé de l'économie avait saisi la Commission, en application de l'article 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Exploration & Production S.p.A par Edison S.p.A., filiale d'EDF. Sur la base du projet qui lui avait été présenté, la Commission avait rendu le 16 octobre 2019 l'avis conforme n° 2019-A.C.-2 dont le texte est annexé au présent avis. L'opération était autorisée par l'arrêté du 7 novembre 2019 autorisant le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration & Production S.p.A., publié au *Journal Officiel* du 9 novembre 2019.

Cependant, en raison d'éléments nouveaux survenus depuis lors et décrits ci-après, la transaction n'a pu être réalisée par les parties dans les conditions initialement prévues par le contrat du 4 juillet 2019.

Les conditions révisées de la cession de la société Edison Exploration & Production S.p.A. par Edison S.p.A. à Energean ont fait l'objet le 10 septembre 2020 d'une nouvelle demande d'autorisation d'EDF auprès du ministre chargé de l'économie. En application de l'article 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission sur cette nouvelle base par lettre du 23 septembre 2020. L'examen du dossier par la Commission a nécessité des diligences approfondies qui ont conduit à ce que soit dépassé le délai à compter du dépôt de la demande fixé à deux mois par l'article 7 du décret du 20 août 2014 susvisé. En conséquence, EDF a déposé à nouveau une demande d'autorisation et le ministre chargé de l'économie en a saisi la Commission par lettre du 17 novembre 2020.

II.- L'opération soumise à la Commission a toujours pour objet le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration & Production S.p.A. par Edison S.p.A., filiale d'EDF.

La Commission a présenté dans son avis du 16 octobre 2019 joint en annexe, auquel il est renvoyé, Edison Exploration & Production S.p.A. et Energean, le contrat de cession du 4 juillet 2019 ainsi que la méthodologie d'évaluation retenue par les banques conseils.

Les éléments nouveaux intervenus depuis la fin de l'année 2019 peuvent être résumés en trois points :

- les actifs algériens ne peuvent être cédés à Energean, les autorités compétentes algériennes n'ayant pas donné à ce transfert l'autorisation requise (cette éventualité était prévue au contrat de cession) ;
- Energean prévoyait de recéder les actifs norvégiens à un acquéreur identifié, ce dont la Commission avait été informée. En raison de l'évolution de la situation économique, cet acquéreur a renoncé à l'achat et Energean a en conséquence indiqué souhaiter ne plus acquérir les actifs norvégiens ;
- la dégradation de la situation économique générale, principalement en raison de la crise sanitaire due à l'épidémie mondiale de coronavirus, se traduisait par une forte baisse du prix des matières premières sur les marchés à terme comme en témoignent les indices du pétrole Brent (\$/bbl) comme du gaz naturel NBP (£p/therm) et PSV (€/MWh). A fin septembre 2020, l'indice Brent à échéance 2022 cotait ainsi 46,03 contre 65 en avril 2019. Cette chute, du point de vue d'Energiean, remettait en cause l'équilibre de l'opération et ne lui permettait plus de la réaliser.

Pour leur part, Edison et EDF maintenaient leur intérêt pour la cession, même à périmètre réduit et dans des conditions moins favorables.

III.- Les parties ont entamé des négociations en vue d'amender le contrat du 4 juillet 2019 afin de tenir compte des éléments nouveaux. Ces négociations ont abouti à la conclusion des deux avenants susvisés :

a- avenant du 2 avril 2020 :

Par cet avenant, les parties :

- constatent l'exclusion des actifs algériens de la transaction,
- renvoient à la baisse le prix de cession compte tenu de l'évolution économique générale,
- Edison renonce aux intérêts prévus en contrepartie de la mise en place de la *locked box* ;

b- avenant du 28 juin 2020 :

Par cet avenant les parties :

- excluent les actifs norvégiens de la transaction,
- renvoient à nouveau à la baisse le prix de cession compte tenu de l'évolution économique générale,

- modifient le fait générateur de paiement d'un éventuel supplément de prix de 100 millions de dollars par l'acquéreur lors de l'entrée en activité du projet Cassiopea en le conditionnant à l'évolution du cours du gaz.

IV.- Les deux réductions du prix de cession, liées à l'évolution économique générale, convenues par les parties réduisent le prix initialement prévu de 509 300 000 à 398 616 000 dollars américains.

Dans le désir de ne pas remettre en cause la structure même du contrat d'origine, les parties ont convenu que le prix d'origine ne soit modifié que des deux réductions de prix et pas de l'exclusion des actifs algériens et norvégiens. Pour ce faire, cette exclusion a été réalisée au moyen de la vente de ces actifs, effective le 9 octobre 2020, par Edison Exploration & Production S.p.A. à sa maison mère Edison S.p.A., pour un prix de 173 millions de dollars réglé par inscription en compte intra-groupe. Energean paiera théoriquement le prix susmentionné de 398,616 millions de dollars mais ce prix sera partiellement acquitté par la créance de 173 millions de dollars qui sera donc annulée par compensation par Edison S.p.A..

Sur cette base, Energean paiera donc un montant de 225,616 millions de dollars qui sera, conformément au contrat de cession, ajusté du montant net, à la date de réalisation, des prêts d'actionnaires et des positions intragroupes du périmètre cédé. Selon l'estimation à fin septembre 2020, le montant final serait supérieur à 200 millions de dollars.

V.- Conformément à l'article 27 I, deuxième alinéa, de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée.

Le groupe EDF et ses banques conseils ont présenté à la Commission une note d'évaluation des impacts financiers des modifications intervenues aux conditions initiales de la cession. Cette note analysait en particulier les conséquences de la baisse des prix des marchés à terme des hydrocarbures depuis juillet 2019 sur l'évaluation.

La Commission a estimé ne pouvoir se satisfaire d'une évaluation sur la base des données au 31 décembre 2018, compte tenu de l'ancienneté de cette référence et de l'obligation légale, affirmée par la jurisprudence du Conseil d'Etat, de se baser sur une évaluation mise à jour. En conséquence, la Commission a demandé à EDF de lui présenter une nouvelle évaluation à jour, tant en valeur d'entreprise qu'en valeur des fonds propres, de Edison Exploration & Production S.p.A. après exclusion des actifs algériens et norvégiens. Des questions complémentaires ont de plus été posées pour la complète compréhension du processus d'exclusion des actifs algériens et norvégiens. EDF a apporté les réponses nécessaires.

Au regard de cette nouvelle évaluation, la Commission a constaté que les réductions de prix convenues par les parties sont la conséquence de la dégradation de l'environnement économique telle que manifestée dans la forte baisse des prix des hydrocarbures sur les marchés à terme. Dans son avis du 16 octobre 2019 susvisé, la Commission avait déjà souligné que « l'analyse de sensibilité montre une très forte dépendance de l'évaluation à l'hypothèse de prix à long terme du brent ».

L'évaluation des entreprises très dépendantes du prix d'un seul bien est par nature très fluctuante en fonction de l'évolution de ce prix. Ceci a un impact direct sur l'évaluation par actualisation des flux, principale méthode de valorisation intrinsèque utilisée sur les marchés. La Commission le prend en compte puisqu'elle est tenue de conduire ses évaluations « 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 » (art. 27 de l'ordonnance du 20 août 2014). La Commission a été attentive toutefois à éviter une approche de valorisation à trop court terme et, dans le cadre de l'analyse multi-critères imposé par la loi, à intégrer d'autres approches, comme celle par les multiples de transactions comparables.

La Commission a par ailleurs noté que l'opération, même à périmètre et prix réduits, conserve son intérêt pour le groupe EDF dans le cadre de son plan de cessions et de décarbonation de sa production, comme celui-ci le confirme.

VI.- En dépit des modifications intervenues au contrat d'origine, la Commission estime que l'appréciation qu'elle a portée dans son avis du 16 octobre 2019 sur la procédure de cession et le choix des acquéreurs reste justifiée. Dans les conditions de marché dégradées actuelles, la recherche d'un acquéreur susceptible de proposer une offre plus favorable n'apparaît pas réaliste. Au demeurant, les conditions finales de l'acquisition ont été rendues publiques et donc à même d'être connues par tout acquéreur potentiel.

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

- la valeur de la société Edison Exploration & Production S.p.A., après exclusion des actifs algériens et norvégiens pour 173 millions de dollars, ne saurait être inférieure à 180 millions de dollars (pour 100% des fonds propres),
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public,
- le choix des acquéreurs a été opéré sur une base objective,
- les conditions de la cession, et en particulier son prix (avant éventuel complément de prix pour Cassiopea et après exclusion des actifs algériens et norvégiens pour 173 millions de dollars), 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 Edison Exploration & Production S.p.A..

Adopté dans la séance du 18 novembre 2020 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'économie, des finances et de la relance

Arrêté du []
autorisant le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration & Production S.p.A.
NOR : [...]

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,

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° [...] recueilli le [...], 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 Edison S.p.A. à la société Energean Capital Ltd de 500 000 000 actions de la société Edison Exploration & Production S.p.A., soit 100% du capital d'Edison Exploration et Production S.p.A., selon les modalités prévues à l'article 2 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectuera à un prix fixe de 398 616 000 dollars américains.

Ce prix sera augmenté lors du démarrage par la société Edison Exploration & Production S.p.A. de la production du champ « Cassiopée », situé en Italie d'un montant de 100 000 000 dollars américains si le prix à terme du gaz est supérieur ou égal à 20 euros par mégawattheure, ce montant diminuant de façon linéaire jusqu'à 0 dollar américain si le prix à terme du gaz est inférieur ou égal à 10 euros par mégawattheure.

Préalablement à la réalisation de la cession, les actifs Reggane en Algérie, Nova (PL418) et Dvalin (PL435) en Norvège seront cédés ou transférés à titre onéreux par la société Edison Exploration & Production S.p.A. à la société Edison S.p.A. ou à un tiers.

Article 3

L'arrêté du 7 novembre 2019 autorisant le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration & Production S.p.A. est abrogé.

Article 4

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

Fait le .

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,

Bruno LE MAIRE

Annexe

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2019 - A.C. - 2 du 16 octobre 2019

relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société Edison E&P SpA

La Commission,

Vu la lettre en date du 4 octobre 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 d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Edison E&P par Edison SpA, filiale 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 les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2015-A.C.-3 du 31 août 2015 relatif au transfert au secteur privé par EDF de sa filiale hongroise Budapesti Erőmű Zrt, n° 2017-A.C.-1 du 19 janvier 2017 relatif au transfert au secteur privé par EDF de sa filiale hongroise EDF DÉMÁSZ Zrt, nos 2017-A.-7 du 6 mars 2017 et n° 2017-A.-8 du 6 mars 2017 relatifs à l'augmentation de capital de la société EDF SA, n° 2017-A.C.-2 du 14 juin 2017 relatif au transfert au secteur privé par EDF de la société EDF POLSKA SA, 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 le dossier transmis le 7 octobre 2019 à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat (APE) et comprenant 1/ une note de l'Agence des participations de l'Etat présentant l'opération, 2/ un document de présentation de l'opération établi par EDF et 3/ un rapport d'évaluation, et son complément, établis par Rothschild & Co, Perella Weinberg Partners et Tudor, Pickering, Holt & Co, banques conseils d'Edison SpA ;

Vu le contrat de cession en date du 3 juillet 2019 (*Agreement for the Sale and Purchase of Edison Exploration & Production spa*) entre Edison SpA (le vendeur), Energean Capital Ltd (l'acheteur) et Energean Oil & Gas Plc (le garant de l'acheteur), transmis à la Commission le 11 octobre 2019 ;

Vu les documents rendus publics par Energean et en particulier :

- les résultats de l'exercice 2018 (21 mars 2019) ;
- le document intitulé « *Acquisition of Edison E&P & \$265 MM Equity Placing* » (4 juillet 2019) ;
- les résultats du premier semestre 2019 (12 septembre 2019) ;

- le communiqué de presse intitulé « *Disposal of Edison E&P North Sea Assets for up to \$280 millions* » (14 octobre 2019) ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 15 octobre 2019 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 9 octobre 2019 conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par MM. Bruno VINCENT, directeur de participations énergie à l'Agence des participations de l'Etat (APE) et Marc DUFOURMANTELLE ;
- la société EDF représentée par MM. Aymeric DUCROCQ, directeur M&A, Paul-François LORENZONI et Edoardo AGAMENNONE ;
- la société Edison SpA représentée par MM. Didier CALVEZ, directeur financier, et Rafael SALTO ALEMANY ;
- la société Edison E&P SpA représentée par M. Fabio DUBINI, SVP Development & Portfolio Mgt ;
- les banques conseils d'Edison SpA :
 - . Rothschild & Co représenté par MM. Guillaume VIGNERAS, Managing Director, et James McEWEN ;
 - . Perella Weinberg Partners représenté par MM. David AZEMA, associé, et Olivier PIVA ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 4 octobre 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 d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Edison Exploration & Production SpA par Edison SpA.

La société Edison Exploration & Production SpA (ci-après dénommée « Edison E&P ») été constituée en juillet 2019 par Edison SpA afin de regrouper, en vue de leur cession, toutes ses activités techniques d'exploitation et de production de pétrole et de gaz. La société Edison SpA est elle-même la filiale à 97,4% d'EDF.

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

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

- détermine la valeur de la société,

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

La cession d'Edison E&P est par ailleurs soumise aux autorisations des autorités nationales compétentes ayant délivré les autorisations d'exploitation. Energean doit aussi obtenir les approbations requises au Royaume-Uni au titre d'un *reverse takeover*.

II.- EDF est entré à partir de 2001 dans le tour de table de la société italienne Edison SpA et il en a pris le contrôle en 2012, suivi d'une OPA la même année. Edison SpA est détenu à 97,4% par TDE SpA détenu à 100% par EDF International, filiale intégrale d'EDF.

Le groupe Edison est un des principaux acteurs italiens du secteur de l'énergie. Il est présent dans trois grandes activités :

- l'électricité : Edison est le troisième producteur italien avec environ 7% de la production ;
- le gaz : Edison fournit 22% de la consommation en Italie et se classe deuxième sur ce marché;
- les hydrocarbures.

Le groupe Edison emploie environ 5 000 employés. Il a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires consolidé de 9,16 milliards d'euros, un EBITDA de 793 millions et son premier exercice bénéficiaire depuis 2014 avec 54 millions.

Dans la perspective de la cession de ses activités d'exploration et de production, Edison a regroupé celles-ci en juillet 2018 au sein d'une même filiale Edison E&P.

Le portefeuille d'Edison E&P comprend une centaine de licences d'exploitation dans neuf pays répartis sur l'Europe du Nord, l'Italie et la Méditerranée, la principale activité étant actuellement exercée en Egypte. Edison E&P est présent sur les différentes phases des projets : exploration, développement, production et à l'avenir démantèlement. L'activité est exercée à travers des filiales nationales dans lesquelles Edison peut être associé à d'autres investisseurs et est, en cas de participation majoritaire, l'exploitant. Le portefeuille d'Edison E&P représente un potentiel de 232 mmbœ (Million Barrels of Oil Equivalent) de réserves probables (dites « 2P »). Edison E&P emploie 280 salariés. Edison E&P représente environ le tiers de l'activité du groupe Edison.

III.- Le projet de cession d'Edison E&P s'inscrit dans le double objectif du groupe EDF de :

- rééquilibrer le portefeuille d'activités pour en réduire l'empreinte carbone et développer les énergies nouvelles, selon l'orientation du plan Cap 2030 du groupe EDF ;
- procéder à un nouveau plan de cession d'actifs pour améliorer la structure financière du groupe EDF. Le groupe a en effet annoncé, lors de la présentation de ses résultats de l'exercice 2018, qu'après avoir finalisé au cours de cet exercice son plan de cession de 10 milliards d'euros, il allait mener à bien une cession supplémentaire d'actifs de 2 à 3 milliards d'euros sur 2019-2020.

La cession d'Edison E&P répond précisément aux objectifs fixés compte tenu de la nature de son activité et de son caractère hautement capitalistique, notamment eu égard aux passifs de long terme liés aux engagements de démantèlement.

IV.- Le processus de cession a été lancé en novembre 2018 avec l'objectif de céder l'intégralité du portefeuille d'Edison E&P. Les banques conseils ont contacté 17 investisseurs potentiellement intéressés et plusieurs autres se sont spontanément manifestés. Douze investisseurs, ayant confirmé leur intérêt, ont reçu le mémorandum d'information.

Quatre acquéreurs potentiels ont soumis une offre indicative le 15 janvier 2019 et ont eu accès à la deuxième phase du processus de cession. Seuls deux d'entre eux ont remis le 29 avril une offre ferme conforme au périmètre de la transaction.

Après analyse de ces deux offres, dont les éléments ont été présentés à la Commission, le vendeur a retenu celle remise par Energean comme étant la mieux-disante. La cession a été approuvée par les conseils d'administration d'Edison et d'EDF International.

Le contrat de cession (*Agreement for the Sale and Purchase of Edison Exploration & Production SpA*) entre Edison SpA (le vendeur), Energean Capital Ltd (l'acheteur) et Energean Oil & Gas Plc (le garant de l'acheteur) a été signé le 3 juillet 2019.

V.- L'acheteur est la société Energean Capital Ltd, société enregistrée à Chypre, filiale intégrale de la société Energean Oil & Gas Plc qui apporte sa garantie inconditionnelle. Energean Oil & Gas Plc est une société cotée à la bourse de Londres depuis mars 2018 et dont la capitalisation est d'environ 1,6 milliard de livres. La société a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de 90 millions de dollars, un bénéfice opérationnel de 24 millions et un bénéfice net de 101 millions. Au 30 juin 2019, ses fonds propres s'élèvent à 1,08 milliard de dollars et la dette nette à 390 millions.

Le groupe Energean exerce une activité d'exploration, de développement et de production en Méditerranée orientale où il indique détenir un portefeuille de 17 licences représentant un potentiel de 347 mmmboe de réserves probables (2P). Le groupe emploie 416 salariés. Le capital d'Energiean Oil & Gas Plc est majoritairement détenu par des sociétés représentées à son conseil d'administration.

Le groupe Energean indique parmi les motifs de son investissement :

- l'acquisition d'un portefeuille complémentaire et générateur à court terme de cash-flows et d'EBITDAX (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and exploration) ;
- la création d'un cycle complet d'exploration-production dans la zone méditerranéenne ;
- la transition vers le gaz inscrite dans sa stratégie ;
- l'augmentation de taille et la diversification.

VI.- Le contrat de cession conclu entre les parties prévoit les termes financiers suivants :

- une valeur d'entreprise initiale de 750 millions de dollars à la date de référence du 1er Janvier 2019 ;
- le remboursement par l'acquéreur des prêts d'associés nets des positions intra-groupe ;

- un mécanisme de *locked box* au 31 décembre 2018 assorti d'intérêts courus jusqu'à la conclusion de la transaction ;
- un complément de prix jusqu'à 100 millions de dollars, jugé probable par les parties, lié à un projet gazier italien en développement (Cassiopea) ;
- une redevance de 8% sur la composante profit des revenus nets issus de l'exploitation de deux permis d'exploration égyptiens.

Le prix payé par l'acquéreur pour 100% de la valeur des fonds propres d'Edison E&P est de 509,3 millions de dollars (hors complément de prix de 100 millions). Compte tenu des autres éléments (remboursements des avances, intérêts de la *locked box*), le groupe EDF estime le produit final de cession à 763 millions de dollars (hors complément de prix).

L'acquéreur reprend à sa charge les garanties au titre des coûts de démantèlement, dégageant ainsi totalement le vendeur de ces coûts et risques futurs.

S'agissant du financement de l'acquisition, l'acquéreur dispose d'un prêt relais de 600 millions de dollars par deux banques internationales de premier plan avant d'effectuer une émission obligataire. Energean a procédé de manière complémentaire à une augmentation de capital de 265 millions de dollars.

Edison accorde à l'acquéreur les garanties suivantes :

- les garanties juridiques usuelles de base à concurrence du prix de cession sur 3 ans ;
- les autres garanties pour des montants et durées limités, à l'exception de 5 litiges en cours garantis sans limitation mais pour lesquels une police d'assurances a été souscrite.

L'acquéreur s'engage sur le plan social à un maintien des contrats de travail sur une durée de 18 mois.

Le 14 octobre 2019, le groupe Energean, sous condition de son acquisition préalable d'Edison E&P, a annoncé publiquement la vente des filiales au Royaume-Uni et en Norvège de Edison E&P à Neptune Energy Group Holdings Limited, pour un montant de 250 à 280 millions de dollars.

VII.- La Commission a disposé du rapport d'évaluation d'Edison E&P établi par Rothschild & Co, Perella Weinberg Partners et Tudor, Pickering, Holt & Co, banques conseils d'Edison SpA.

Les banques conseils présentent deux méthodes d'évaluation :

- l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) : les banques ont établi un plan d'affaires sur la base des hypothèses techniques de production et de coûts fournies par la société pour chacun des actifs en production et en développement (les actifs en phase d'exploration n'ont pas été inclus). S'agissant du prix des matières premières, le consensus de marché a été retenu : courbes de prix à terme (*forward*) et consensus de long terme pour le Brent, le NBP (marché du gaz britannique), le PSV (marché du gaz italien) et le CEGH (marché du gaz autrichien). Les flux de trésorerie ont été pris en compte sur la durée de vie des gisements ou jusqu'à l'expiration de la concession. Il a été opéré une consolidation par pays pour intégrer les spécificités liées aux six pays d'implantation (réglementation du secteur, fiscalité) et des taux

d'actualisation différents (de 8 à 12,5%) ont ainsi été appliqués aux flux concernés. De la valeur d'entreprise obtenue ont été retranchés dette financière nette et éléments assimilables ;

- les transactions précédentes : les banques présentent cinq transactions dans le secteur de l'E&P réalisées dans les cinq dernières années (par VNG Norge, ENGIE, Dong Energy, e.on et RWE). Elles soulignent les différences relatives à l'existence de contrats de partage de production, à la conservation du coût de démantèlement et au cours du pétrole au moment de la transaction.

Les banques estiment à cet égard qu'aucune transaction historique n'est directement comparable à la vente d'Edison E&P pour les motifs suivants :

- les portefeuilles d'actifs sont soumis à plusieurs juridictions et ont des maturités différentes ;
- la volatilité des prix des commodités au cours de la transaction implique que seules les transactions semblables en cours sont pertinentes ;
- le partage ou non des passifs liés aux coûts de démantèlement nuit à la comparabilité.

Les banques indiquent par ailleurs que la méthode des comparables boursiers ne peut être appliquée faute de référence pertinente en raison de l'hétérogénéité des structures de capital et des régimes fiscaux des diverses régions où sont opérés les actifs.

Dans ces conditions les banques retiennent comme référence la méthode de l'actualisation des flux qu'elles jugent pertinente pour les raisons suivantes :

- elle est la méthode usuelle utilisée par les spécialistes de l'énergie et elle est largement utilisée dans les transactions M&A ;
- elle est particulièrement adaptée aux actifs pétroliers et gaziers d'E&P, tenant compte de leurs caractéristiques propres (niveau de réserves, particularités techniques d'exploitation, économiques et fiscales).

Les banques présentent ainsi une évaluation centrale de la valeur d'entreprise à 774 millions de dollars. L'analyse de sensibilité montre une très forte dépendance de l'évaluation à l'hypothèse de prix à long terme du Brent (même testée avec seulement une variation de 10 dollars du prix du baril). Les éléments de passage à la valeur des fonds propres (dette nette et éléments assimilés), évalués à 241 millions de dollars, conduisent à une valeur centrale des fonds propres de 533 millions de dollars.

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

La Commission a noté les motifs pour lesquels les banques conseils ont retenu comme référence, dans leur évaluation, la méthode de l'actualisation des flux. Celle-ci est en effet particulièrement appropriée pour intégrer les nombreux facteurs à prendre en compte dans l'évaluation des actifs d'Edison E&P, pays par pays ; elle est au demeurant utilisée de

façon usuelle dans le type de transaction considéré. Le résultat de cette évaluation est cependant très dépendant de l'hypothèse sur l'évolution des prix des hydrocarbures ; compte tenu de l'incertitude historique sur cette évolution, l'hypothèse retenue n'a de valeur qu'au moment où elle est formulée, en fonction des conditions des marchés à terme et des projections des prévisionnistes.

L'examen des transactions récentes dans le secteur ne peut être négligé. Il apparaît que les valeurs implicites sont justement liées, parfois très étroitement, aux conditions alors prévalentes des marchés des hydrocarbures. En outre, on constate fréquemment une insuffisance de l'information publique disponible sur des points très significatifs des transactions comme la prise en charge des coûts de démantèlement. Il n'a pas paru, en tenant compte de ces considérations, que les éléments pouvant être tirés de ces analyses pourraient conduire à remettre en cause les résultats de l'évaluation par l'actualisation des flux.

Certains projets d'Edison E&P doivent encore être confirmés et finalisés. Tel est en particulier le cas de Cassiopea en Italie. Les banques ont inclus ce projet dans leur évaluation dont la fourchette globale a été indiquée au point VII du présent avis. Il convient de l'en retrancher si l'on veut comparer cette évaluation au prix payé par l'acquéreur hors complément de prix relatif à ce projet. La Commission relève que le niveau de ce complément, d'un montant maximal de 100 millions de dollars, est en ligne avec l'évaluation du projet par les banques selon la méthode DCF.

Au-delà de ces observations sur le prix de cession, la Commission note que la transaction qui lui est soumise présente pour Edison SpA, et donc le groupe EDF dans son ensemble, deux intérêts majeurs : le montant des avances nettes faites à Edison E&P lui est remboursé et le groupe est dégagé des risques et coûts futurs du démantèlement des exploitations. L'opération va donc permettre une sortie définitive d'Edison E&P. La Commission observe que comptablement cette cession se traduira toutefois par une dépréciation de 400 millions d'euros qui s'ajoute à 1,5 milliard d'euros de dépréciations qui avaient déjà dû être enregistrées entre 2013 et 2018.

La Commission note que l'acquéreur a annoncé la revente des actifs britanniques et norvégiens. Elle observe que le groupe Neptune n'avait pas souhaité se porter acquéreur de l'ensemble des actifs d'Edison E&P.

En conclusion, la Commission est d'avis que la valeur de la société Edison E&P ne saurait être inférieure à 500 millions de dollars (pour 100% des fonds propres), soit, au cours du jour, un montant d'environ 453 millions d'euros.

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

La Commission observe que le processus de cession qui lui a été décrit a été conduit par le vendeur de manière objective et avec l'objectif, qui a été atteint, de céder l'ensemble des actifs d'Edison E&P et de sortir des risques futurs liés à leur activité. L'offre la mieux-disante a été retenue.

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

- la valeur de la société Edison E&P ne saurait être inférieure à 500 millions de dollars (pour 100% des fonds propres),
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public,
- le choix des acquéreurs a été opéré sur une base objective,
- les conditions de la cession, et en particulier son prix (avant éventuel complément de prix pour Cassiopea et intérêt de *locked box*), 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 Edison E&P.

Adopté dans la séance du 16 octobre 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER