

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2021 - A.C. - 2 du 19 juillet 2021

**relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société DALKIA
WASTENERGY (ex- TIRU)**

La Commission,

Vu la lettre en date du 11 juin 2021 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 DALKIA WASTENERGY et ses filiales par DALKIA, 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 le contrat de cession en date du 21 mai 2021 (Sale and purchase agreement - SPA) entre DALKIA (« le vendeur ») et Paprec Holding (« l'acquéreur »), transmis à la Commission le 2 juin 2021 et son avenant du 9 juillet 2021 ;

Vu le rapport de valorisation établi par MACQUARIE CAPITAL, conseil du groupe EDF, transmis à la Commission le 2 juin 2021 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 15 juin 2020 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 9 juillet 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 14 juin 2021 successivement :

1- Le ministre chargé de l'économie représenté par M. Sébastien JUSTUM, directeur de participations adjoint à l'Agence des participations de l'Etat, M. Frédéric DUGUE, adjoint au responsable du pôle juridique de l'Agence des participations de l'Etat et M. Arthur FAUST, chargé de participations ;

2- Conjointement :

- EDF représenté par M. Emilio ZITO, Directeur M&A et relations investisseurs, Paul-François LORENZONI, Directeur adjoint M&A, Mme Anne-Sophie GALLOT et M. Mehdi MEZIANNE ;

- DALKIA WASTENERGY, représenté par M. Pierre de MONTLIVAUT, Directeur général.

3- MACQUARIE CAPITAL, conseil du groupe EDF, représenté par Mme Fady LAHAME, Head of France, M. Guillaume BAZINI et M. Baudouin MOTTE.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 11 juin 2021 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 DALKIA WASTENERGY (DWE) et ses filiales par DALKIA, filiale d'EDF.

DWE est une filiale intégrale de DALKIA qui est elle-même filiale intégrale d'EDF. DWE est un opérateur intégré d'unités de traitement de déchets : il est présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur (conception, construction et exploitation). C'est un acteur de premier plan sur le marché européen des services énergétiques qui dispose d'une gamme complète de services et d'un très bon maillage commercial en France.

Avec environ 800 employés, DWE a réalisé un chiffre d'affaires de 162 M€ en 2020.

Sur une base consolidée au 31 décembre 2020, le chiffre d'affaires de DWE est supérieur à 150 M€. 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 du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément au I et II de l'article 27 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 de DWE est par ailleurs soumise à l'autorisation préalable de l'autorité de la concurrence.

II.- L'origine de DWE remonte à 1922. C'est à cette date que la société TIRU (Traitement Industriel des Résidus Urbains) a été créée à l'initiative de la Ville de Paris pour être l'unique régisseur de ses quatre usines d'incinération (Saint-Ouen, Ivry, Issy-les-Moulineaux, Romainville) qui produisent également de l'électricité.

En 1946, EDF est créé avec la loi de nationalisation et TIRU devient une des composantes de sa Direction de la production et du transport. Puis TIRU SA est créé le 18 novembre 1985, le SYCTOM (Syndicat mixte central de traitement des ordures ménagères) de l'agglomération parisienne souhaitant confier l'exploitation de ses usines à une société autonome.

En mai 2016, DALKIA, filiale d'EDF, acquiert 75% du capital de TIRU puis, en mars 2018, les 25% restant. En novembre 2018, TIRU est rebaptisé DALKIA WASTENERGY.

DWE est donc un prestataire ancien des municipalités, des syndicats intercommunaux, des communautés d'agglomération et d'autres acteurs clés dans le domaine des déchets et de l'énergie verte, avec lesquels il entretient des relations de long terme via des accords de marchés publics ou des délégations de service public.

DWE dispose également d'une clientèle d'industriels privés.

DWE exploite aujourd'hui un portefeuille d'installations de valorisation des déchets en France (22 unités), en Pologne (1 unité) et au Royaume-Uni (4 sites), représentant une capacité totale de traitement de 2,1 M de tonnes de déchets chaque année, et produit 2,3 TWH d'électricité.

Plus précisément, DWE fournit à ses clients des solutions durables de traitement des déchets autour de quatre axes principaux : (i) la valorisation énergétique (85% de son chiffre d'affaires), (ii) le tri et le recyclage, (iii) les chaufferies CSR¹ et (iv) la valorisation organique.

DWE bénéficie en outre d'une expertise reconnue dans le développement de technologies exclusives (i.e. four oscillant), de solutions de valorisation énergétique innovantes, avec la capacité de traiter les déchets domestiques et médicaux.

DWE a été confronté ces dernières années à plusieurs défis opérationnels ayant négativement impacté sa performance financière. DWE a perdu ses contrats d'exploitation des incinérateurs d'Ivry (en 2015), d'Issy les Moulineaux (en 2019) et d'Hénin-Beaumont (en 2020) entraînant des pertes significatives de chiffre d'affaires et d'EBITDA. Enfin, certaines activités à l'étranger ont été déficitaires en 2018 et 2019.

Forte d'environ 800 employés, DWE a réalisé un chiffre d'affaires de 162 M€ en 2020, pour un EBITDA de 16,6 M€. L'actif net à la même date est de 15,2 M€.

III.- . Le projet de cession par EDF s'inscrit dans le double objectif du groupe 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.

¹ Combustibles solides de récupération

Le groupe EDF a en effet annoncé, en juillet 2020, que dans le contexte de la crise liée à la COVID-19, qui a impacté négativement sa performance financière, il a adopté un plan d'action qui prévoit notamment des cessions d'actifs, avec un objectif d'environ trois Mds € sur la période 2020-2022.

Concernant DALKIA, le groupe EDF a décidé un recentrage de cette filiale sur ses métiers cœurs. Or les activités de DWE ne relevant pas de ces métiers cœurs et DWE ayant un besoin d'investissement significatif pour les années à venir, la décision de céder la totalité de son capital a été prise.

IV.- Le processus de cession a été lancé en octobre 2020 sous la forme d'un processus de cession compétitif en trois phases avec le concours de MACQUARIE CAPITAL, banque conseil du vendeur :

- une phase de pré-marketing au cours de laquelle quarante-quatre investisseurs potentiels, financiers ou stratégiques, ont été contactés ;
- une phase 1 au cours de laquelle un dossier d'information plus complet a été envoyé aux investisseurs ayant indiqué leur intérêt et signé un accord de confidentialité. Neuf offres indicatives ont été reçues en fin de phase 1. Cinq investisseurs ont été retenus pour la phase 2 dont Paprec après amélioration de son offre initiale ;
- une phase 2 au cours de laquelle les candidats sélectionnés ont pu mener un processus de « *due diligence* » plus approfondi incluant notamment l'accès à une « *data room* » et des échanges avec l'équipe dirigeante.

Finalement, trois offres fermes ont été reçues à l'issue de la phase 2.

Le contrat de cession d'actions (SPA) a été signé le 21 mai 2021 avec Paprec dont l'offre était la mieux-disante sur le plan financier et comportait une clause sociale pour le maintien des emplois, des statuts (dont le statut IEG) et des accords collectifs en vigueur pour une durée de trois ans.

V.- L'acquéreur est la société Paprec Holding.

Avec 12 500 collaborateurs, 16 M de tonnes collectées par an et un chiffre d'affaires d'environ 1,5 Mds €, le groupe Paprec est le leader français du recyclage et le troisième acteur de la gestion globale des déchets en France et en Suisse. Il dispose de 210 sites en France et est présent dans 6 pays.

Depuis sa création, Paprec a acquis plus de 70 entreprises.

Pour Paprec, l'acquisition de DWE s'inscrit dans sa stratégie de verticalisation de sa chaîne de valeur. L'activité de collecte et de tri des déchets de Paprec représente en effet la source d'importantes synergies avec DWE : les déchets valorisés par ce dernier, notamment pour les chaufferies CSR, sont en effet complémentaires des centres de tri du premier.

VI.- Après obtention de l'avis des institutions représentatives du personnel compétentes et de l'autorisation préalable des organes de gouvernance de DWE, un contrat de vente assorti de conditions suspensives a été signé le 21 mai 2021. Le contrat de cession prévoit notamment les éléments suivants :

- le prix proposé par Paprec extériorise une valeur des fonds propres de 121 527 750 € au 31 décembre 2020 ;
- le calcul du prix d'acquisition au *closing* repose sur un mécanisme de *locked box* sur la base de comptes arrêtés au 31 décembre 2020. Il intègre un taux d'intérêt de 1% applicable entre la date de la *locked box* et le *closing* ;
- l'offre de Paprec intègre par ailleurs un complément de prix si le détournement des activités canadiennes se révélait plus favorable que prévu.

La réalisation de la transaction est en outre conditionnée à la levée des trois conditions suspensives suivantes :

- l'autorisation du *Secretary of State for business, energy and industrial strategy*, si le projet de loi « *National Security and Investment Act* », en cours d'examen par le Parlement britannique, devait entrer en vigueur avant la réalisation de l'opération ;
- l'obtention de l'autorisation de l'opération par l'Autorité de la concurrence en France ;
- l'accord du ministre chargé de l'économie après avis conforme de la Commission des participations et des transferts.

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

La valeur d'entreprise du groupe DWE a été déterminée à partir de méthodes d'évaluation couramment pratiquées à l'occasion de cessions d'entreprises, à savoir :

- **La méthode Discounted Cash Flow (« DCF »)**, qui consiste à actualiser les flux de trésorerie revenant à l'entreprise.

Cette méthode repose notamment sur des hypothèses de coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») qui ont été déterminées sur la base d'informations publiques et d'éléments de parangonnage des entreprises cotées comparables. Un CMPC de l'ordre de 7% a été retenu par la banque conseil.

La valeur terminale retenue, au-delà de l'horizon du plan d'affaires à 10 ans, a été construite sur la base d'hypothèses de génération de flux de trésorerie normative et d'un taux de croissance perpétuel en ligne avec le taux d'inflation à long terme en France.

- **La méthode Dividend Discount Model (« DDM »)**, qui consiste à actualiser les flux de trésorerie revenant aux actionnaires, prenant en compte une structure d'acquisition

financée par dette. La banque conseil a retenu un taux de rendement interne attendu sur les fonds propres investis de l'ordre de 12%.

- **la méthode de multiples de sociétés comparables cotées**, reflétant leur valorisation boursière.

Le groupe de comparables est composé de trois principaux compétiteurs ainsi que d'autres acteurs européens spécialisés dans le traitement des déchets ou encore dans l'ingénierie et la construction. Toutefois, le conseil du vendeur indique que compte tenu du positionnement spécifique de DWE, il n'existe pas d'entité parfaitement comparable en termes de taille, d'activité sectorielle et géographique et de profil financier.

- **la méthode de multiples observés dans le cadre de transactions précédentes**

Les transactions retenues impliquent des sociétés européennes de traitement de déchets. Mais, compte tenu du positionnement spécifique de DWE, le conseil du vendeur indique également qu'il n'existe pas non plus de transaction exactement comparable en termes de taille, d'activité sectorielle et géographique et de profil financier.

Le conseil du vendeur n'a pas retenu la méthode de l'actif net réévalué, estimée peu pertinente, eu égard à son caractère purement rétrospectif.

Les méthodes intrinsèques (DCF et DDM) s'appuient sur un plan d'affaires préparé par le management de DWE. Il repose sur des projections financières sur une période de 10 ans, à horizon 2030.

Le plan d'affaires a été conçu dans le cadre du projet de cession et finalisé en octobre 2020, dans une optique de sortie du Groupe.

Il repose sur des investissements significatifs jusqu'en 2030, visant à rééquilibrer le portefeuille de DWE vers de nouveaux contrats de concession (" DSP ") à plus long terme et à forte intensité capitalistique, rapprochant ainsi son modèle de celui de ses concurrents français. Du fait de ces investissements, les flux de trésorerie anticipés restent négatifs jusqu'en 2028.

Au final, l'approche multicritères élaborée par le conseil du vendeur a pour objet d'appréhender les méthodes de valorisation que les différents types d'acquéreurs potentiels auraient pu retenir.

Selon la nature de l'acquéreur (investisseurs financiers ou stratégiques), son horizon de détention, ses attentes en termes de taux de rendement, les conditions du marché au moment de la transaction, les synergies attendues de l'acquisition etc., le montant des offres peut varier fortement.

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 le conseil a retenu comme références dans son évaluation, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation, celle de l'actualisation des dividendes, celle des multiples boursiers et celle des multiples de transactions similaires.

La Commission estime que ces méthodes sont en effet les mieux adaptées pour apprécier la valeur d'un groupe de la taille de DWE dans ce secteur d'activité.

La Commission estime également que la méthode de l'actif net réévalué n'est pas pertinente eu égard aux spécificités de l'activité de DWE et à la stratégie d'investissement poursuivie par l'acquéreur.

S'agissant du recours aux **méthodes de valorisation intrinsèques (DCF et DDM)**, la Commission a prêté une attention toute particulière aux montants des paramètres utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise.

A cet égard, la sensibilité de la valorisation au niveau de CMPC doit être analysée avec soin. Il convient en effet de retenir une fourchette de taux suffisamment large pour couvrir tous les types d'acquéreurs et toutes les stratégies d'acquisition. En outre, parmi les éléments constitutifs du CMPC, le coût des capitaux propres a un impact important. Or, ce dernier varie fortement selon le niveau de la prime de risque retenu, qui peut elle-même varier fortement selon les évaluateurs.

Dans le contexte particulier de l'acquisition de DWE et eu égard à la nature de l'acquéreur, la Commission a considéré que le CMPC retenu devrait être dans la partie basse de la fourchette.

Dans le même esprit, les modalités de détermination de la valeur terminale, utilisée dans le cadre des méthodes intrinsèques, sont également cruciales, d'autant plus que dans le cas d'espèce les flux de trésorerie sur la durée du plan d'affaires de dix ans restent négatifs presque jusqu'au terme. La sensibilité de la valeur d'entreprise et des fonds propres en fonction de la valeur terminale doit être précisément mesurée et analysée. A cet égard, la référence aux multiples implicites de valeur d'entreprise/Ebitda résultant de transactions récentes peut s'avérer pertinente.

De la même manière, pour le recours aux méthodes analogiques, le multiple implicite Valeur d'entreprise/EBITDA résultant de transactions ou d'établissements cotés dont le business model est le plus proche possible de celui de DWE est essentiel. Là aussi, la Commission constate une amplitude assez importante des multiples. La Commission s'est donc efforcée d'identifier au sein des transactions récentes celles qui portent sur des activités les plus proches possibles de celles de DWE.

La Commission a examiné le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres proposé par la banque conseil. Elle note qu'il inclut à juste titre les provisions retraites (principalement liées au statut des personnels IEG).

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments la valeur d'entreprise de DWE peut être correctement estimée à 192 M€ et la valeur des fonds propres à 100 M€.

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 dans le but d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables à DWE. Trois offres fermes ont été reçues : la mieux-disante sur le plan financier, incluant par ailleurs la clause sociale, 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 des fonds propres de la société DWE est correctement évaluée à 100 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 ne saurait être inférieur à 100 M€, hors ajustement de prix, 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 DWE.

Adopté par procédure écrite le 19 juillet 2021 par 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 XX
autorisant le transfert au secteur privé de la société Dalkia Wastenergy SA

NOR : **ECOAXX**

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° 2021-AC-X recueilli le X juillet 2021, 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 Dalkia SA à la société Paprec Energy From Waste SAS de 77 000 actions de la société Dalkia Wastenergy SA, soit 100% du capital de Dalkia Wastenergy SA, selon les modalités prévues à l'article 2 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de 121 527 750 euros.
Ce prix sera augmenté d'un montant correspondant à l'application d'un taux d'intérêt annuel de 1 % pour la période comprise entre le 31 décembre 2020 et la date de transfert de propriété des actions de la société Dalkia Wastenergy SA et diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait durant cette période.

Article 3

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