

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2021 - A.C. - 3 du 19 juillet 2021

relatif au transfert au secteur privé par le groupe EDF de la société EDF Energy (West Burton B) Limited,

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 EDF Energy (West Burton B) Limited par EDF ENERGY (THERMAL GENERATION) LIMITED, elle-même filiale indirecte 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'option agreement relating to the sale and purchase of issued share capital of EDF Energy (West Burton B) Limited en date du 9 avril 2021 entre EDF ENERGY (THERMAL GENERATION) LIMITED, (« le vendeur »), filiale d'EDF ENERGY LIMITED et UK TRANSITION POWER LIMITED (« l'acquéreur ») ;

Vu le rapport de valorisation établi par Bank of America, conseil du groupe EDF, daté de juin 2021 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 25 juin 2020 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission par l'Agence des participations de l'Etat le 09 juillet 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 16 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 et M. Arthur FAUST, chargé de participations ;
- 2- EDF représenté par M. Emilio ZITO, Directeur M&A et relations investisseurs, Mme Anne-Sophie GALLOT et M. Mehdi MEZIANNE ;

- 3- Bank of America, conseil du groupe EDF, représenté par M. Patrick de LOE, M. Jean RIVIERE et Guillaume HAMARD.

Après avoir entendu le 25 juin 2021 successivement :

- 1- Bank of America, conseil du groupe EDF, représenté par M. Patrick de LOE, M. Jean RIVIERE et Guillaume HAMARD ;
- 2- EDF représenté par M. Mehdi MEZIANNE ;
- 3- Le ministre chargé de l'économie représenté par M. Sébastien JUSTUM, directeur de participations adjoint à l'Agence des participations de l'Etat et M. Arthur FAUST, chargé de participations.

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 EDF Energy (West Burton B) Limited par EDF ENERGY (THERMAL GENERATION) LIMITED, filiale détenue indirectement à 100% par EDF.

EDF Energy (West Burton B) Limited est un véhicule ad hoc au capital de 1 £ détenu par EDF ENERGY (THERMAL GENERATION) LIMITED dans lequel les actifs suivants, antérieurement détenus directement par EDF ENERGY (THERMAL GENERATION) LIMITED, ont vocation à être transférés :

- West Burton B, qui est une centrale à cycle combiné gaz (CCGT) opérationnelle de 1 335 MW située en Nottinghamshire au Royaume-Uni ;
- West Burton B Storage, qui est une batterie de stockage de 49 MW ;
- West Burton C, qui est une turbine à gaz à circuit ouvert au fuel de 299 MW destinée à être utilisée en cas de forte demande d'électricité (*Open Central Gas Turbine –OCGT*) encore au stade de plan de développement ;
- Un gazoduc de 19km reliant West Burton B au réseau britannique de gaz (National Grid).

La contrepartie de cet apport est constituée d'un prêt d'actionnaire consenti par EDF de 300 996 200 £.

EDF Energy (West Burton B) Limited achète sur le marché britannique le gaz nécessaire pour générer de l'électricité qu'elle vend, d'une part et pour l'essentiel, directement sur le marché de gros, d'autre part via sa participation au mécanisme d'équilibrage de l'offre et de la demande.

En effet, au Royaume-Uni, l'organe de livraison du réseau national (National Grid Delivery Body) achète des capacités 1 à 4 ans avant la livraison, via un système d'enchères, afin de s'assurer qu'il existe une capacité opérationnelle suffisante pour répondre aux normes de fiabilité en vigueur. En contrepartie de leur engagement à fournir un certain volume d'électricité en période de tension sur le réseau, les détenteurs d'agrèments de marché de capacité perçoivent un revenu annuel fixe. EDF Energy (West Burton B) Limited réalise de l'ordre de 10 % de son chiffre d'affaires sur ce marché dit de capacité.

EDF indique que l'exploitation des actifs destinés à être cédés occupe 64 employés et réalise un chiffre d'affaires de 304 M £ et un excédent brut d'exploitation de 65 M £ en 2020.

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.

II.- 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.

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 visant à compenser ces impacts négatifs. Ce plan prévoit notamment des cessions d'actifs, avec un objectif d'environ 3 Mds € sur la période 2020-2022.

III.- Le processus de cession a été lancé en septembre 2020 sous la forme d'un processus de cession compétitif en trois phases :

- une phase de pré-marketing au cours de laquelle cinquante-trois investisseurs potentiels ont été contactés (fonds d'investissement, grandes compagnies pétrolières et gazières, courtiers en matières premières et producteurs d'électricité) ;
- une phase 1 au cours de laquelle un dossier d'information plus complet a été envoyé à seize investisseurs ayant indiqué leur intérêt et signé un accord de confidentialité. Sept offres indicatives ont été reçues en fin de phase 1 et quatre investisseurs ont été sélectionnés pour la phase 2 ;

- 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.

Enfin, trois offres fermes ont été reçues à la fin de la phase 2. A la suite de leur examen par le vendeur, un accord d'exclusivité a été signé avec EIG, dont l'offre était la mieux-disante sur le plan financier, le 18 mars 2021.

Le contrat de cession d'actions (*option agreement*) a été signé le 9 avril 2021 avec le véhicule créé à cet effet par EIG (UK transition Power limited).

IV.- EIG est l'un des plus grands investisseurs spécialisés dans le domaine de l'énergie et des infrastructures dans le monde avec un montant d'actifs sous gestion d'environ 22 Mds \$.

Basée à Washington DC, EIG est une entreprise américaine qui dispose de bureaux à Houston, Londres, Sydney, Rio de Janeiro, Seoul et Hong Kong.

EIG est spécialisé dans les investissements dans l'énergie ou les infrastructures énergétiques. Depuis sa création en 1982, EIG a investi plus de 35 Mds \$ dans 365 projets répartis dans 32 pays et 6 continents.

EIG dispose en outre d'une expérience dans les secteurs pétrolier et gazier au Royaume-Uni, via sa filiale Harbour Energy qui est la plus importante compagnie de pétrole et de gaz indépendante cotée au Royaume-Uni.

V.- Le montant de l'acquisition de 100% des parts de la société cible, EDF Energy (West Burton B) Ltd, est de 301,5 M £ avant ajustement de prix, sous forme de l'acquisition de la société pour 1 £ et du rachat du prêt d'actionnaire de 301,5 M £ consenti par EDF.

L'acquisition est subordonnée à la réalisation de quatre conditions suspensives :

- 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'autorisation du Ministre français chargé de l'économie ;
- l'apport des actifs dans le véhicule d'acquisition ;
- la réparation de l'Unité 3 (suite à un incident survenu sur le stator).

Il est prévu un ajustement de prix, basé sur le bilan à la date de clôture, qui porte sur :

- le montant de la différence entre le montant du besoin en fonds de roulement effectif à la clôture et le montant initialement estimé ;
- le montant de la différence entre le montant de trésorerie effectif à la clôture et le montant initialement estimé ;

- le montant de la différence entre le montant de dette effectif à la clôture et le montant initialement estimé.

Enfin, le vendeur a fourni une garantie concernant la contamination du sol et la pollution (limitée à 18 mois et dans la limite des garanties non assurées de 15% de la valeur d'entreprise).

Par ailleurs, EDF est engagé à livrer à la société les certificats carbone couvrant la période du 1^{er} janvier 2021 à la date du closing.

VI.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par Bank of America, conseil du vendeur.

Pour valoriser les actifs cibles, la banque conseil a retenu une approche par la somme des parties : la centrale CCGT et la batterie de stockage ont été valorisées séparément. La centrale OCGT n'a en revanche pas été valorisée dans la mesure où il s'agit d'un projet en tout début de phase développement dont la décision d'investissement ne sera pas prise avant 2023.

Pour chacune des deux composantes (centrale CCGT et batterie de stockage), une valorisation multicritères, en date du 30 juin 2021, a été réalisée par la banque conseil sur la base de quatre méthodes.

A titre principal, la banque conseil a retenu la **méthode *Dividend Discount Model*** (« **DDM** »), qui consiste à actualiser les flux de trésorerie revenant aux actionnaires.

Elle repose sur un plan d'affaires produit spécifiquement par EDF dans le cadre du processus de vente.

Le plan d'affaires a été construit sur la base d'un scénario central de prévisions de prix des matières premières et du marché de capacité, élaboré par un consultant indépendant.

Il est supposé que l'actif sera opéré jusqu'en 2043, correspondant à une durée de vie normale de 30 ans de la centrale.

Le taux d'actualisation proposé de l'ordre de 14% est un coût des fonds propres, donc sans endettement, estimé sur une base empirique à partir des niveaux de retour sur investissement attendus par les investisseurs et ayant été observés lors de transactions impliquant des actifs de génération de même nature.

A titre secondaire, la banque conseil a utilisé une **méthode *Discounted Cash Flow*** (« **DCF** »), qui consiste à actualiser les flux de trésorerie revenant à l'entreprise.

Elle est basée sur un plan d'affaires plus conservateur et un taux d'actualisation plus faible, de l'ordre de 9%.

Le plan d'affaires se fonde sur les prévisions de prix de l'électricité et des matières premières du scénario conservateur du consultant précité. Dans ce scénario conservateur, les prix de l'énergie sont de 35% à 40% plus bas que dans le scénario central. De surcroît, ce scénario applique également des hypothèses plus conservatrices dans trois domaines :

- un taux de maintenance non planifiée plus élevé, ce qui a une incidence sur la durée durant laquelle la centrale est en mesure de produire de l'électricité et donc de générer du chiffre d'affaires ;
- la durée de vie de la CCGT qui est raccourcie avec une fermeture de la centrale en 2035 (contre 2043 avec la méthode DDM), eu égard à la recommandation du *Climate Change Committee* (CCC), qui prône l'arrêt d'ici 2035 des centrales à gaz ne disposant pas de dispositif de captage/stockage du CO₂ ;
- La base de coûts fixes est augmentée, pour intégrer des coûts d'assurance plus élevés, des recrutements additionnels de salariés et des besoins informatiques accrus.

Le taux d'actualisation utilisé est ici un coût moyen pondéré du capital (CMPC) déterminé sur la base d'une hypothèse d'endettement de 50%. Le CMPC retenu est nettement en-deçà du taux estimé dans le cadre de la méthode retenue à titre principal.

Il convient de noter que les valorisations d'entreprise induites par les méthodes DDM et DCF incluent, pour un montant évalué à 31,5 M £, les charges liées à l'émission de carbone relatives à la période du 1^{er} janvier 2021 à la date de *closing*.

Egalement à titre secondaire, la banque conseil a utilisé la **méthode des multiples observés dans le cadre de transactions précédentes**.

Plusieurs opérations relatives à des centrales CCGT au Royaume-Uni ont été réalisées ces dernières années, sans toutefois s'avérer véritablement comparables en raison notamment (i) de nombreuses caractéristiques intrinsèques différentes des sociétés concernées dans ces opérations, (ii) des dynamiques différentes sur le marché de l'électricité au moment de l'opération.

Cette valorisation extériorise une valeur d'entreprise plus faible que les méthodes intrinsèques (DDM et DCF) décrites supra. Toutefois, la grande hétérogénéité des transactions retenues dans le panel (en termes de date d'occurrence, de type d'actif, de puissance ou encore de durée de vie résiduelle) limite fortement la portée de la pertinence de cette méthode de valorisation.

La banque conseil a également utilisé la **valeur nette comptable (VNC) des actifs cédés**. La VNC reflète une valeur d'utilité en continuité d'exploitation qui obéit à une logique très différente de celle qui prévaut dans le cadre de l'acquisition des actifs concernés. Nonobstant cette différence essentielle, le montant de la VNC est jugé cohérent avec ceux résultant de l'application des deux méthodes intrinsèques.

Enfin, en l'absence de références pertinentes, la méthode des comparables boursiers n'a pas été retenue.

VII.- 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*

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 comme références dans son évaluation, la méthode de l'actualisation des dividendes, celle de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation, celle des multiples de transactions similaires et la VNC qui, en l'espèce, est similaire à l'actif net réévalué.

La Commission estime que les méthodes intrinsèques (DDM et DCF) sont les mieux adaptées pour apprécier la valeur d'EDF Energy (West Burton B) Limited.

La Commission relève l'incertitude sur la durée de vie de la centrale CCGT résultant de la recommandation de la CCC de ne plus utiliser au-delà de 2035 les centrales au gaz qui ne disposent pas de dispositif de récupération de CO2.

Elle constate par ailleurs que la rentabilité future est fortement dépendante des hypothèses retenues en matière de prix de l'électricité et de prix du gaz.

Elle note enfin qu'en raison du faible nombre de transactions comparables et de leurs particularités, la méthode correspondante présente une fiabilité limitée.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments la valeur d'entreprise d'EDF Energy (West Burton B) Limited peut être correctement estimée à 290 M £ et la valeur des fonds propres à 292 M £. Cette évaluation tient compte des modalités contractuelles prévoyant la livraison par EDF des certificats carbone correspondant à la période du 1^{er} janvier 2021 à la date du *closing*.

VIII.- 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 et dans le but d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables à EDF Energy (West Burton B) Limited. Trois offres fermes ont été reçues : la mieux-disante sur le plan financier a été retenue.

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 des fonds propres de la société est correctement évaluée à 292 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 comprend l'achat d'une action d'une valeur de 1 £ et le remboursement du prêt d'actionnaire) ne saurait être inférieur à 292 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 EDF Energy (West Burton B) Limited.

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 EDF Energy (West Burton B)
Limited**

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 EDF Energy (Thermal Generation) Limited à la société UK Transition Power Limited de 1 action de la société EDF Energy (West Burton B) Limited, soit 100% du capital d'EDF Energy (West Burton B) Limited, selon les modalités prévues aux articles 2 et 3 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de 1 livre sterling et est assortie d'un remboursement par EDF Energy (West Burton B) Limited d'un prêt d'actionnaire d'un montant de 300 996 200 livres sterling à EDF Energy (Thermal Generation) Limited.

Article 3

Un versement, à titre d'ajustement, pourra le cas échéant intervenir, entre EDF Energy (West Burton B) Limited et EDF Energy (Thermal Generation) Limited, 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 de l'encours du prêt d'actionnaire, du besoin en fonds de roulement, de la dette nette et de la juste valeur des instruments de couverture des achats et ventes à terme de gaz et d'électricité de la société EDF Energy (West Burton B) Limited.

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