

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2021 - A.C. – 05 du 17 décembre 2021

**relatif au transfert au secteur privé par la Caisse des dépôts et consignations
de la société EGIS**

La Commission,

Vu la lettre en date du 16 novembre 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 EGIS et ses filiales par la Caisse des dépôts et consignations ;

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 et d'acquisition d'actions en date du 27 octobre 2021 entre la Caisse des dépôts et consignations (« le cédant ») et T2 ENERGY TRANSITION FUND (« le cessionnaire ») transmis à la Commission le 2 novembre 2021 ;

Vu le rapport de valorisation établi par ROTHSCHILD & Co, conseil du vendeur, daté du 27 octobre 2021 ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission le 17 décembre 2021 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 19 mai 2021,

- la Caisse des dépôts et consignations (CDC) représentée par Messieurs Antoine SAINTOYANT, directeur des participations stratégiques, membre du comité exécutif, Remi FOURNIAL, directeur du département fusions et acquisitions, et Olivier RAVEL, son adjoint,
- ROTHSCHILD & Co, représenté par Monsieur Guillaume VIGNERAS et Madame Anne TRILLAT.

le 7 juin 2021,

- la CDC, représentée par Messieurs Remi FOURNIAL et Olivier RAVEL,
- EGIS, représenté par Messieurs Laurent GERMAIN, directeur général, Olivier GOUIRAND, directeur financier, et Pierre-Yves MASSILLE, directeur de la transformation, de la stratégie et des relations investisseurs,
- ROTHSCHILD & Co, représenté par Monsieur Guillaume VIGNERAS et Madame Anne TRILLAT.

le 27 octobre 2021,

- la CDC, représentée par Messieurs Antoine SAINTOYANT, Remi FOURNIAL, Olivier RAVEL, et Madame Julia COLLIN-DELAVAUD,

- ROTHSCHILD & Co, représenté par Messieurs Guillaume VIGNERAS et Robin PARE

- August & Debouzy, avocats à la Cour, représenté par Me Julien WAGMANN.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 16 novembre 2021, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société EGIS, société holding du groupe EGIS, par la Caisse des dépôts et consignations (CDC), par la voie d'une cession d'une participation contrôlante à un fonds géré par TIKEHAU CAPITAL.

EGIS est détenu par la CDC à hauteur de 76,3% et par le management et les salariés à hauteur de 23,5%¹.

A l'issue de l'opération envisagée, l'acquéreur T2 ENERGY TRANSITION FUND détiendrait 40,25 % du capital d'EGIS, la Caisse des Dépôts en conserverait 34 % aux côtés des cadres partenaires et des salariés (25,5%), et prendrait le contrôle de la société dans le cadre d'un pacte d'actionnaire.

La cession projetée entre 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 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 :

- 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'EGIS est, par ailleurs, soumise à plusieurs autorisations préalables (examen par les autorités chargées de la concurrence en France, Pologne, Autriche et Allemagne et autorisation par le ministre chargé de l'économie au titre de la réglementation sur les investissements étrangers).

II.- Le groupe EGIS déploie son activité dans deux métiers : d'une part il est prestataire de services de conseil et d'ingénierie, d'autre part, il assure l'exploitation et la maintenance (O&M) d'infrastructures de transport et exploite des concessions (autoroutes, aéroports...).

¹ 0,2% du capital est auto-détenu.

Les services de conseil et d'ingénierie représentent 78% du chiffre d'affaires en 2020, avec un positionnement historiquement fort dans les domaines du rail, du bâtiment et de la route. EGIS fournit des conseils stratégiques, opérationnels et financiers, afin d'orchestrer le processus de développement des projets (par exemple obtention de financements, recherche de terrains, cadrage). En ingénierie, il crée le cadre spécifique de conception des projets ainsi que des exigences techniques qui y sont associées.

Le groupe EGIS génère 22% de son chiffre d'affaires dans l'exploitation et la maintenance (O&M) d'infrastructures de transport et dans l'exploitation de concessions. Dans ce cadre, il agit en tant que développeur, intégrateur de systèmes, opérateur d'infrastructures et fournisseur de services dans les domaines de la mobilité et de l'énergie, ainsi que des services d'activités urbaines.

Le groupe EGIS est le premier ingénieur en France. Il est également le cinquième acteur mondial sur le segment des autoroutes et le quatrième dans les infrastructures sportives. Il dispose de six plateformes géographiques (France, Moyen-Orient, Europe, Afrique, APAC et Amériques) et de 15.500 collaborateurs. Sa base de clients est large et diversifiée.

EGIS a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 1,1 Md€ (78% en conseil et ingénierie, 22% en O&M et concessions) et 86 M€ d'EBITDA. Le chiffre d'affaires, dont 60% est réalisé dans d'autres pays que la France, a augmenté en moyenne de 5,2% sur la période 2013-2019, et s'est révélé résilient face à la crise du Covid-19 (en 2020, le chiffre d'affaires n'a baissé que de 5% par rapport à l'année précédente).

En outre, les métiers sur lesquels le groupe EGIS est très présent (nouvelles mobilités, villes...) devraient bénéficier des politiques publiques engagées en Europe et dans le monde pour relever les défis du changement climatique.

III.- Pour accélérer le développement d'EGIS dans la mise en œuvre de son plan stratégique « Impact the Future », avec un objectif de doublement de son chiffre d'affaires d'ici cinq ans par voie de croissance interne, d'acquisitions et d'une plus grande internationalisation, la CDC a souhaité en ouvrir le capital à un investisseur de premier plan.

La CDC souhaitait néanmoins demeurer en tout état de cause un actionnaire impliqué et attentif au succès d'EGIS qui est un acteur français majeur de l'ingénierie.

La réflexion menée par CDC et EGIS a porté sur différentes formules.

La piste d'un partenariat industriel, avec rapprochement avec un autre acteur de l'ingénierie n'a pu se développer, aucun candidat naturel répondant aux attentes de la CDC et à celles d'EGIS n'ayant pu être trouvé.

L'option retenue a été celle d'une cession d'une participation de contrôle à un investisseur financier, avec le maintien d'une participation minoritaire pour la CDC ainsi que la mise en place d'une gouvernance lui permettant de rester associée à cette nouvelle étape de la vie de l'entreprise.

IV.- Le processus de cession a été lancé en mars 2021. La CDC a retenu une consultation ouverte et compétitive en deux phases.

Dans une première étape, 37 investisseurs ont été contactés. Puis, sur la base des offres indicatives reçues, quatre investisseurs ont été invités en phase 2.

Outre le prix et les risques d'exécution, l'acheteur a été sélectionné sur la base d'une approche multicritères combinant (i) sa capacité à accompagner EGIS dans sa prochaine phase de développement, (ii) son adhésion à la stratégie et au plan de développement d'EGIS et (iii) sa compatibilité avec les objectifs et les valeurs de la CDC.

Au terme de ce processus, la CDC est entrée le 19 juillet 2021 en négociation exclusive avec TIKEHAU CAPITAL.

Le contrat de cession et d'acquisition d'actions a été signé le 27 octobre 2021 entre la Caisse des dépôts et consignations (le cédant) et T2 ENERGY FUND (le cessionnaire), fonds de capital investissement, représenté par sa société de gestion TIKEHAU Investment Management, filiale de TIKEHAU CAPITAL. Toutefois, le contrat de cession comprend une clause qui permet de substituer à T2 ENERGY TRANSITION FUND une autre entité constituée pour les besoins spécifiques de la cession et contrôlée par tout fonds géré exclusivement par Tikehau Investment Management.

V.- TIKEHAU CAPITAL est un groupe de gestion d'actifs et d'investissement créé à Paris en 2004. TIKEHAU CAPITAL gère, directement ou indirectement, 30,9 Mds € d'actifs (au 30 juin 2021) et dispose de 2,8 Mds € de fonds propres.

TIKEHAU CAPITAL est coté depuis 2017 sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, Compartiment A.

La Société est contrôlée par son management qui s'appuie sur des partenaires institutionnels et opère sous la supervision d'un Conseil de surveillance composé à 50% de membres indépendants.

Le Groupe exerce, d'une part, une activité de gestion d'actifs, d'autre part, une activité d'investissements directs. Le Groupe investit de façon croissante dans les fonds gérés par les sociétés de gestion du Groupe.

La gestion d'actifs est composée de quatre lignes métier : dette privée, actifs réels, *capital markets strategies* (gestion obligataire/gestion diversifiée et actions) et *private equity*.

Le Groupe propose à ses clients-investisseurs des placements dits alternatifs avec pour objectif la création de valeur sur le long terme.

L'acquisition d'EGIS s'inscrirait dans la ligne métier *private equity*. Dans le cadre de cette activité, exercée pour le compte de ses clients-investisseurs, le Groupe investit en capital dans des entreprises essentiellement non cotées. Au 31 décembre 2020, le groupe gérait 3,5 Mds € dans ce cadre, soit 12 % de ses actifs sous gestion. Le groupe indique que cette proportion a vocation à augmenter au cours des années à venir.

L'acquisition d'EGIS serait réalisée par le fonds T2 ENERGY TRANSITION, créé en 2018 pour une durée de dix ans avec prolongation possible de deux ans, qui cible les entreprises de taille intermédiaire actrices de la transition énergétique ou qui contribuent à la transition énergétique, en mettant l'accent sur l'Europe ou, en application de la clause de substitution prévue au contrat, une autre entité constituée pour les besoins spécifiques de la cession et contrôlée par tout fonds géré exclusivement par Tikehau Investment Management.

VI.- Le contrat de cession a été conclu entre les parties le 27 octobre 2021.

Le prix de cession est la somme de :

- 321.112.244,36 € pour l'acquisition des actions cédées (qui correspond à une valorisation de 760 M € pour 100% des actions) ;
- Le cas échéant, un complément de prix maximum de 16 900 644,44 € (qui correspond à 40 M € pour 100% des actions), en cas de vente de plusieurs participations minoritaires dans des concessions ;

Post-transaction, la répartition du capital sera la suivante :

- CDC : 34%
- T2 ENERGY FUND : 40,3%
- Société des partenaires² : 21,3%
- FCPE : 4,2%
- Autocontrôle : 0,2%

La réalisation de l'opération est subordonnée aux conditions suspensives suivantes :

- l'approbation de l'opération par les autorités de la concurrence de France, Pologne, Autriche et Allemagne ;
- l'approbation de l'opération par le ministre chargé de l'économie au titre des investissements étrangers ;
- la publication de l'arrêté du ministre chargé de l'économie autorisant la cession sur avis conforme de la CPT ;
- la mise à disposition des fonds par les prêteurs au cessionnaire.

VII.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par ROTHSCILD & Co, conseil du vendeur.

² Management d'EGIS à qui TIKEHAU rétrocède 2% du capital à l'occasion de l'opération.

La valorisation du groupe EGIS 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 selon une approche *LBO*³ ;
- l'actualisation des dividendes versés (*DDM*⁴) ;
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (*DCF*⁵) ;
- la méthode analogique à partir des multiples implicites des transactions réalisées dans le secteur.

ROTHSCHILD & Co n'a pas retenu la méthode analogique à partir des multiples de valorisation des sociétés comparables car, d'une part, l'échantillon de sociétés comparables est très limité et ne fait ressortir, à l'examen, aucun comparable pertinent, d'autre part, cette approche ne permet pas rendre compte de la durée de vie et du profil de distribution de dividendes des concessions.

ROTHSCHILD & Co a également écarté la valeur comptable, estimée peu adaptée car fondée sur la performance historique sans prendre en compte les perspectives futures de la société.

Approches retenues pour la valorisation d'EGIS

La valorisation d'EGIS a été déterminée selon deux approches :

- une valorisation globale du plan d'affaires consolidé qui détermine la valeur du groupe de manière directe ;
- une approche par la somme des parties qui valorise séparément ingénierie et O&M d'une part, participations financières et concessions d'autre part.

La valorisation globale a été réalisée selon la méthode *LBO* et la méthode *DCF*.

La valorisation par la somme des parties a été réalisée avec la méthode *DCF* et la méthode des transactions comparables pour les activités Ingénierie et *O&M* et selon la méthode *DDM* pour les concessions.

Plan d'affaires

La banque conseil présente le plan d'affaires sur cinq ans, validé par le conseil d'administration d'EGIS en janvier 2021, comme très volontariste puisqu'il vise à plus que doubler le chiffre d'affaires via une croissance organique forte (+ 5 % en moyenne/an) et surtout grâce à des acquisitions.

³ La méthode *LBO* (*Leverage Buy Out*) consiste à déterminer la valeur des fonds propres maximum sous contrainte d'un rendement financier cible sur une période d'investissement donnée (hypothèse de cession à terme). Le calcul est réalisé sur la base des flux de trésorerie prévisionnels et d'une hypothèse de valeur de sortie.

⁴ *Discounted Dividend Model*

⁵ *Discounted Cash Flows*

Eu égard à la mise en œuvre par nature aléatoire des acquisitions et du risque d'exécution qui leur est attaché, la banque conseil considère plus cohérent et plus conforme à l'approche d'un investisseur financier de valoriser le seul plan d'affaires organique.

Ce plan d'affaires organique est lui-même volontariste en termes de croissance et d'amélioration de la rentabilité. Sa réalisation repose sur la capacité d'EGIS à renouveler ou à remplacer les grands contrats, ainsi que sur un fort développement international.

Pour l'activité Conseil & Ingénierie, un plan d'affaires organique a été réalisé par chacune des dix *Business Units* puis validé par le management. Pour l'activité O&M, un plan d'affaires a été modélisé avec un compte de résultat projet par projet et des hypothèses sur les gains potentiels des nouveaux projets.

Au-delà de l'horizon de cinq ans, le plan d'affaires a été extrapolé sur la base des principales hypothèses suivantes :

- Convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance perpétuelle de 2,5% à fin 2031 ;
- Convergence de la marge d'EBITDA vers la moyenne 2022-2026 ;
- Maintien du niveau d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires à partir de 2026 ;
- Maintien du niveau de variation du BFR à partir de 2026.

Les valeurs centrales du coût des fonds propres et du coût moyen pondéré du capital (CMPC) retenues pour les approches intrinsèques par la banque conseil sont respectivement de 9,1% et 8,6%.

Au final, les différentes méthodes utilisées par la banque conseil, qui incluent la valeur de l'activité concessions, aboutissent à des valeurs centrales très proches, aux alentours de 900 M€ pour la valeur d'entreprise et 800 M€ pour la valeur des fonds propres.

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 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 et notamment la seule prise en compte du plan d'affaires organique.

Elle considère que la méthode *LBO* permet de rendre compte des spécificités de l'actif et de refléter les paramètres financiers de la transaction avec le cessionnaire retenu.

La méthode *DCF* permet également de prendre en compte les spécificités de l'actif tout en restant neutre au regard de l'horizon d'investissement et du profil de l'acquéreur.

En revanche, la Commission ne retient pas comme pertinente la méthode des transactions comparables, du fait de la difficulté, d'ailleurs reconnue par la banque conseil, de trouver des transactions véritablement comparables.

La Commission estime également que la méthode de l'actif net comptable n'est pas pertinente eu égard aux spécificités de l'activité d'EGIS et de la transaction. L'absence de données boursières véritablement pertinentes conduit également à exclure la méthode analogique à partir des multiples de valorisation des sociétés comparables.

S'agissant des méthodes de valorisation *LBO*, *DCF* et *DDM*, les valeurs des paramètres utilisés pour déterminer la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sont des points essentiels auxquels la Commission a prêté une attention particulière.

A cet égard, la Commission s'est attachée à analyser les calculs de sensibilité des valorisations en fonction des principaux paramètres retenus par la Banque conseil.

Ainsi, la valeur d'entreprise résultant d'une valorisation globale selon l'approche *LBO* a été déterminée selon différents niveaux de taux de rendement interne attendu par l'investisseur et de multiple de sortie.

La valeur d'entreprise résultant d'une valorisation globale selon l'approche *DCF* a été déterminée selon différents niveaux de taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaires et de CMPC.

La valeur d'entreprise résultant d'une valorisation par la somme des parties⁶ a été déterminée selon différents niveaux de taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaires et de CMPC.

En raison du caractère très volontariste du plan d'affaires retenu par la banque conseil pour la valorisation d'EGIS, qui repose notamment sur un taux de croissance organique supérieur au taux de croissance total, acquisitions comprises, réalisé dans la période récente, la Commission a privilégié des paramètres plus prudents au sein des fourchettes de valeurs envisagées par la banque conseil.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur d'entreprise d'EGIS à retenir peut être correctement estimée à 850 M€ soit une valeur des fonds propres de 747 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 par une consultation ouverte et compétitive dans le but

⁶ L'ingénierie et O&M sont valorisés selon la méthode *DCF* et les concessions par une moyenne de la valeur comptable et de la méthode *DDM*

d'obtenir de bonnes conditions financières et d'ouvrir des perspectives favorables au groupe EGIS.

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 EGIS ne saurait être inférieure à 747 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 (avant éventuel complément de 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 EGIS.

Adopté par procédure écrite le 17 décembre 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
Relatif au transfert au secteur privé de la société EGIS

NOR : ECOT2138016A

Le ministre de l'économie, des finances et de la relance,
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, notamment ses articles 2,22 et 26 ;
Vu le décret n°2014-949 du 20 août 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°[X] recueilli le [X], en vertu des dispositions des articles 26-II et 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 précitée,

Arrête :

Article 1^{er}

La cession par la Caisse des dépôts et consignations à T2 ENERGY TRANSITION FUND ou, en application de la clause de substitution du contrat de cession, un autre affilié constitué pour les besoins spécifiques de la cession et contrôlé par tout fonds géré exclusivement par Tikehau Investment Management, de 1.901.467 actions ordinaires, soit 42,25% du capital de la société EGIS, selon les modalités prévues 2 à l'article ci-après, est autorisée.

Article 2

Conformément aux dispositions contractuelles conclues entre la Caisse des dépôts et consignations et Tikehau Investment Management, la cession s'effectuera à un prix de 321.112.244,36 euros, diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait préalablement à la date de la cession et de tout autre ajustement prévu au titre de la documentation contractuelle, et augmenté d'un complément de prix éventuel. Ce complément de prix, dont le montant maximum est de 16 900 644,44 euros, sera versé par le cessionnaire en cas de réalisation de cessions de certaines participations d'EGIS dans des concessions, dans le délai prévu par les parties.

Article 3

Le présent arrêté 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