

Dominique Lencou

Docteur en Droit

Expert-Comptable Commissaire aux comptes

Expert près la Cour d'appel de Bordeaux agréé par la Cour de cassation

Expert près la Cour administrative d'appel de Bordeaux

40, rue de l'Arsenal - 33000 Bordeaux

Tel : +33 6 71 57 98 81

dominique@lencou.com

Rapport sur l'appréciation de la valeur du prix de l'action EDF

Introduction

Le 13 septembre 2022, le Conseil de surveillance du fonds commun de placement d'entreprise (« FCPE ») actions EDF, a sollicité un avis sur la proposition du prix de l'action EDF dans l'offre d'achat de l'État annoncée dans un communiqué du 19 juillet 2022, et qui s'est concrétisée dans le projet de note d'information déposé le 4 octobre 2022 auprès de l'AMF.

Il souhaite être davantage informé sur les différentes évaluations de l'entreprise soutenant ce prix et les impacts des différents événements intervenus depuis cet été.

En raison de la perte de valeur entre les souscriptions¹ et l'offre de l'État de 12 € par action en 2022, les membres du Conseil de surveillance du FCPE veulent faire valoir tous les points susceptibles de revaloriser le prix de cession avant l'avis du Conseil d'administration d'EDF, qui se prononcera au vu du rapport de l'expert indépendant Monsieur Olivier Péronnet, et avant la potentielle décision de conformité de l'AMF.

La mission contractuelle confiée par le FCPE consiste à donner un avis à l'expert indépendant et à l'AMF sur la valeur de l'action EDF impactée par de nombreuses décisions gouvernementales. Il se situe dans le contexte de la pratique décisionnelle de l'AMF et de la jurisprudence sur l'avis objectif et impartial que l'expert indépendant doit donner.

En qualité d'expert désigné dans un cadre contractuel, je déclare être indépendant tant vis-à-vis du FCPE que des parties prenantes à l'offre et atteste l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'offre susceptible d'affecter mon indépendance et l'objectivité de mon avis dans l'accomplissement de cette mission.

J'ai effectué les diligences qui m'apparaissaient nécessaires pour formuler le présent avis :

- ✦ Prise de connaissance du document d'enregistrement universel de 2021 incluant les états financiers, les décisions des pouvoirs publics sur la filière nucléaire, l'historique du cours de l'action, le mécanisme « ARENH » et le projet de note d'information du 4 octobre 2022.
- ✦ Travaux de valorisation de l'action EDF à partir des informations figurant dans la note d'information et dans les états financiers afin de constater l'application de la valorisation multicritères.

Il convient de rappeler que mes travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations disponibles et que je me suis limité à en vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport est un avis et n'a aucune valeur de recommandation.

J'ai rencontré des difficultés pour faire le lien entre certains résultats conduisant à la valeur de l'action dans le projet de note d'information du 4 octobre 2022 et les états financiers et il serait souhaitable que l'expert indépendant puisse disposer de l'ensemble des éléments.

L'évaluation de l'action EDF est très particulière en raison de l'importante perte de valeur depuis l'introduction en bourse, qui est imputable en grande partie à de nombreuses décisions, ou absences

¹ En 2005 : prix de souscription 33 € pour les institutionnels, 32 € pour les particuliers et 25,6 €, pour les salariés dans le cadre d'offres réservées avec obligation de détention de 2 ans. En 2008, offre réservée aux salariés au prix de 66 €

de décisions, de l'État, qui impose en pratique à EDF depuis plusieurs années, dans le cadre du mécanisme de l'ARENH, de vendre à perte une partie importante de sa production nucléaire.

L'objectif est de :

- porter ces différents éléments à l'attention de l'expert indépendant,
- mettre l'AMF en mesure d'apprécier les arguments dans le cadre de sa compétence de certification des offres de « *la pertinence et la cohérence de l'information à publier à l'occasion d'une offre publique* »².

Aussi les éléments disponibles doivent être analysés (I) pour donner un avis sur le prix de l'action (II).

I. Éléments pour estimer le prix de l'action.

Afin de formuler une opinion sur le prix de l'action proposé, j'ai examiné les documents publics mis à ma disposition et je signale avoir rencontré des difficultés pour comprendre les résultats des calculs de la note d'information.

Je suis parti des informations figurant dans le document d'enregistrement universel pour 2021 d'EDF incluant le rapport financier annuel (I.1.), j'ai poursuivi en examinant les décisions prises par les pouvoirs publics pour comprendre les spécificités d'EDF (I.2.) à travers le dispositif de l'ARENH (I.3.) pour essayer d'appréhender les informations de la note d'information du 4 octobre 2022 (I.4.).

I.1. Le document d'enregistrement universel pour 2021.

A partir de ce document incluant les états financiers, je reprends les informations nécessaires à ma mission en faisant référence aux chapitres de ce document.

Au chapitre « **01. Stratégie et activités** », il faut constater les chiffres clés :

- ✦ Production d'électricité : 523,7 TWh, dont 78,2 % en nucléaire.
- ✦ Chiffre d'affaires : 84,5 Mds€
- ✦ EBITDA : 18,0 Mds€ en 2021 (16,2 Mds€ en 2020).
- ✦ Résultat net courant 4,7 Mds€
- ✦ Endettement financier net : 43,0 Mds€ en 2021 (42,3 Mds€ en 2020)
- ✦ Ratio endettement financier net / EBITDA : 2,61 en 2021 2,39 en 2020.
- ✦ Finalisation des plans de cession de 3 milliards d'euros et d'économies de 500 millions d'euros.
- ✦ 28 millions de clients en France
- ✦ 243,8 TWh de ventes d'électricité en 2021.
- ✦ Concurrence avec l'ouverture du marché français à la commercialisation d'électricité puisque chaque client peut choisir son fournisseur d'énergie, qui peut soit recourir à ses propres capacités de production, au marché en gros ou au dispositif ARENH qui impose à EDF de vendre 100 TWh à un tarif très bas.

Au paragraphe « **02. Facteurs de risques** », il faut noter que les politiques énergétiques publiques et de régulation des marchés en Europe, en France et plus généralement dans les pays où exerce le Groupe EDF sont évolutives et l'exposent à un important risque réglementaire. Ces évolutions peuvent impacter pour la France les tarifs réglementés de vente, tel que l'ARENH.

² CA Paris, le ch., cob, 7 juillet 1995, RIDA 8-9/95, n° 988.

Les annonces du gouvernement, en date du 13 janvier 2022, imposant à EDF de vendre en 2022 à ses concurrents un volume complémentaire d'ARENH de 20 TWh à un prix de 46,20 € par MWh auront des conséquences financières estimées à une diminution de l'EBITDA de 10,2 Mds€.

Au paragraphe « 05. Performance financière et perspectives », il faut noter :

✦ **Les chiffres clés pages 302 et suivantes :**

En millions d'euros	2021	2020	variations		
Chiffre d'affaires	84 461	69 031	15 430	22,4	21,6
EBE	18 005	16 174	1 831	11,3	11,3
Résultat d'exploitation	5 225	3 875	1 350	34,8	35,9
Résultat avant impôts des sociétés intégrées	5 585	1 293	4 292	331,9	334,3
Résultat net part du Groupe	5 113	650	4 463	686,6	719,1
Résultat net courant (1)	4 717	1 969	2 748	139,6	150,3
Résultat net courant ajusté de la rémunération des hybrides	4 170	1 468	2 702	184	n.a
Cash-flow Groupe (2)	(1 525)	(2 660)	1 135	42,7	n.a
Endettement financier net (3)	42 988	42 290	698	1,6	n.a

✦ **L'EBE** consolidé du Groupe s'élève à 18 005 millions d'euros au 31 décembre 2021.

La hausse de 11,3 % par rapport à 2020 résulte de la bonne performance de certaines activités, mais les arrêts de réacteurs nucléaires en fin d'année ont rendu nécessaire le rachat de volumes sur le marché de l'électricité à des prix élevés, qui a eu un impact défavorable.

(en millions d'euros)	2021	2020	variation		
Chiffre d'affaires	84 461	69 031	15 430	22,4	21,6
Achats de combustible et d'énergie	(44 299)	(32 425)	(11 874)	36,6	35,3
Autres consommations externes	(8 595)	(8 461)	(134)	1,6	1,3
Charges de personnel	(14 494)	(13 957)	(537)	3,8	3,5
Impôts et taxes	(3 330)	(3 797)	467 (12,3)	(12,0)
Autres produits et charges opérationnels	4 262	5 783	(1 521)	(26,3)	(26,1)
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	18 005	16 174	1 831	11,3	11,3

✦ **Les cash-flows du groupe ressortent à 1 525 millions d'euros contre 2 660 en 2020.**

Le détail figure en page 316

✦ **L'endettement financier net**

L'endettement financier net n'est pas défini par les normes comptables et n'apparaît pas en lecture directe dans le bilan consolidé du groupe et le détail est fourni en page 317 et reproduit ci-après.

(en millions d'euros)	2021	2020	variation	
Emprunts et dettes financières	69 406	65 591	3 815	5,8
Dérivés de couvertures des dettes	(3 762)	(1 986)	(1 776)	(89,4)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	9 919	6 270	3 649	58,2
Actifs financiers disponibles à la vente – actifs liquides	(12 737)	(15 028)	2 292	15,2
Endettement financier net des actifs destinés à être cédés	-	(17)	17	n.a
ENDETTEMENT FINANCIER NET	42 988	42 290	698	1,6

✦ **Les ratios financiers.** Page 319

Endettement financier net/EBE	2,39	2,61	2,46
Endettement financier net/(endettement financier net + capitaux propres)	41 %	43 %	42 %

✦ **La notation financière**

Au 15 mars 2022, les notes à long terme attribuées aux entités du groupe EDF par les trois agences de notation financière ont été ajustées à la suite des mesures annoncées par le gouvernement le 13 janvier 2022 sur l'évolution des tarifs régulés de l'électricité et sur la production nucléaire en 2022 et après la publication des résultats le 18 février 2022. La notation du groupe est susceptible d'être impactée par les risques décrits au chapitre deux ci-dessus, en particulier au risque 1A : « évolutions des politiques publiques et du cadre réglementaire en France et en Europe, en particulier à ARENH » et au risque 2D : « risque d'accès à la liquidité ».

Société	Agence	Notation Long terme	Notation Court terme
EDF	Standard & Poor's	BBB avec perspective négative	A-2
	Moody's	Baa1 avec perspective négative	P-2
	Fitch Ratings	BBB + avec perspective négative	F2

✦ Les événements postérieurs à la clôture.

- **Mesures réglementaires exceptionnelles** destinées à limiter la hausse des tarifs en 2022.
 - Attribution supplémentaire de 20 TWh de volume ARENH pour 2022
 - Report sur 12 mois à partir du 1^{er} février 2023 d'une partie de l'augmentation tarifaire de 2022.
- **Nucléaire.**
 - Mise à l'arrêt ou prolongation d'arrêt de réacteurs nucléaires,
 - Actualisation de l'estimation de production nucléaire en France à 295-315 TWh pour 2022 et 300-330 TWh pour 2023.
- **Annnonce du président de la République le 10 février 2022 à Belfort**, dont le soutien de la filière nucléaire française, par le lancement d'un programme de construction de 6 EPR2 et études pour 8 EPR2 additionnelles, la poursuite de l'exploitation de tous les réacteurs, sauf motif de sûreté et le développement des SMR.
- **Pour 2022**, EDF attire l'attention sur l'EBITDA 2022 en partant d'un socle 2021 de 18 milliards d'euros, cet indicateur inclura :
 - environ 6 milliards d'euros d'amélioration du facteur prix,
 - environ – 8 milliards d'euros liés à diverses mesures, réglementaires exceptionnelles
 - environ -11 milliards d'euros en lien avec la baisse de la production.
- **Lancement d'un plan d'actions.**, dont des cessions à hauteur de 3 milliards d'euros en cumul sur les années 2022, 2023 et 2024

✦ Les perspectives pour 2023, les objectifs sont les suivants :

- Endettement financier net / EBITDA ~ 3x
- Dette économique ajustée / EBITDA ajusté (10) 4,5x à 5x
- Ces ambitions financières prennent en compte les hypothèses structurantes suivantes :
 - Une production nucléaire pour 2023 entre 300 et 330 TWh
 - Hypothèse de prix annuel du marché 2023 de 202 € le MWh
 - Absence de reconduction des mesures réglementaires exceptionnelles de 2022. L'hypothèse de volume et de prix de l'ARENH est donc de 100 TWh et 42 € le MWh.

Au paragraphe « 07. Informations générales », il faut noter :

En page 543, le nombre d'actions émises de 3 238 676,748 en page 543, dont l'actionnariat salarié aux 31 12 2 021 de 42 673 879 actions, soit 1,32 %.

En page 551 le marché des titres et le tableau décrivant les cours de bourse et les volumes des transactions en nombre de titres EDF depuis le 1^{er} janvier 2021 jusqu'au 31 janvier 2022 :

	Transactions		Cours de clôture (en euros)	
	(en nombre de titres)	(en euros*)	Plus haut	Plus bas
2022				
Janvier 2022	150 652 129	1 343 808 338	10,66	8,14
2 021				
Décembre 2021	95 071 567	1 036 980 435	12,95	9,85
Novembre 2021	61 381 874	775 129 238	13,06	12,17
Octobre 2021	66 914 702	831 645 263	13,17	11,54
Septembre 2021	57 273 643	622 007 036	11,37	10,45
Août 2021	38 725 087	429 293 207	11,51	10,49
Juillet 2021	63 130 825	693 670 796	12,11	10,27
Juin 2021	52 969 316	619 255 705	12,06	11,22

Mai 2021	60 151 151	699 525 454	12,16	11,41
Avril 2021	67 039 834	803 291 237	12,41	11,23
Mars 2021	72 191 498	774 157 277	11,44	9,74
Février 2021	50 693 615	526 441 610	10,76	9,91
Janvier 2021	73 299 933	856 149 046	13,51	10,28

**Les transactions en euros correspondent à la somme mensuelle des produits du nombre quotidien de titres échangés par le cours de clôture du même jour (Source : Euronext).*

Au 31 décembre 2021, le cours de clôture de l'action EDF était de 10,33 euros (12,89 euros au 31 décembre 2020). Son cours de clôture le plus haut au cours de l'année 2021 a été de 13,51 euros le 8 janvier 2021, et son cours de clôture le plus bas de 9,74 euros le 5 mars 2021.

Depuis le début de l'année 2022, et jusqu'au 31 janvier 2022 inclus, l'action EDF a baissé de - 17,95 %, le CAC 40 a baissé de - 1,58 % et l'indice sectoriel Euro Stoxx Utility (SX6P) a baissé de - 2,55 %.

Au 31 janvier 2022, le cours de clôture de l'action EDF était de 8,49 euros. Son cours de clôture le plus bas au cours de l'année 2022 jusqu'au 31 janvier 2022 inclus a été de 8,14 euros le 24 janvier 2022, et son cours de clôture le plus haut de 10,66 euros le 4 janvier 2022.

La capitalisation boursière d'EDF au 31 janvier 2022 atteignait 27,52 milliards d'euros.

I.2. Les décisions des pouvoirs publics

De nombreuses décisions des pouvoirs publics ont influencé le cours de Bourse, à titre d'exemple en 2022 :

- Le 14 janvier 2022 (cf. ci-après)
- Le 10 février 2022, le président de la République dans son discours à Belfort a annoncé les chantiers stratégiques et industriels, notamment le lancement du programme de construction de six réacteurs nucléaires EPR 2 d'ici 2050 et la contribution d'EDF au développement accéléré des énergies renouvelables.
- Le décret n°2022-342 du 11 mars 2022 définissant les modalités spécifiques d'attribution d'un volume additionnel d'électricité pouvant être alloué en 2022, à titre exceptionnel, dans le cadre de l'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (ARENH).
- Déclaration de politique générale du 6 juillet 2022 de la Première ministre annonçant notamment la nationalisation d'EDF,
- Communiqué de presse du gouvernement du 19 juillet 2022 annonçant son intention de lancer une offre publique d'achat simplifiée sur les titres d'EDF dans l'objectif de retirer la société de la cote.

Le prix de 12 € est annoncé représentant une prime de 53 %, 46 % et 34 % sur le cours de bourse à la clôture du 5 juillet 2022, veille du jour de l'annonce de la Première ministre.

- La loi n°2022-1157 du 16 août 2022, qui autorise des crédits budgétaires pour des opérations financières de l'Etat (dont l'opération annoncée d'achats des actions EDF des minoritaires).

I.3. Le mécanisme de l'ARENH .

Avec l'aide de la société Ingexo, j'ai pris connaissance du dispositif de l'ARENH , qui résulte d'un engagement de l'État auprès de la Commission Européenne, instauré par la Loi NOME (loi portant Nouvelle Organisation du Marché de l'Électricité) du 7 décembre 2010, à la suite d'une procédure formelle d'examen prévue à l'article 88, paragraphe 2, du traité CE, ouverte par la Commission Européenne et notifié par lettre du 13 juin 2007 à la France, à l'encontre des «tarifs réglementés de vente de l'électricité» (ci-après dénommés «tarifs standards») et des «tarifs réglementés transitoires d'ajustement du marché» (ci-après dénommés «tarifs de retour») pour ce qui concerne leur application après le 1^{er} juillet 2004 aux clients non résidentiels qui ne sont pas des petites entreprises.

Ce dispositif, dont le fonctionnement est intégré dans le code de l'énergie, mis en place en juillet 2011, doit s'achever en 2025.

Il poursuit 3 objectifs :

- 1) Permettre l'ouverture du marché de l'énergie sur le marché du détail, en garantissant aux fournisseurs alternatifs un accès à la production d'électricité d'origine nucléaire,
- 2) Permettre aux consommateurs de bénéficier des investissements historiques réalisés dans le développement du nucléaire,
- 3) Assurer le financement du parc de production nucléaire existant.

Le prix, fixé par décision ministérielle le 1er janvier 2012 à 42 € le MWh n'a pas connu d'évolution malgré l'évaluation faite par l'énergéticien d'un coût de production autour de 50 € par MWh sur la période.

Les demandes d'attribution s'effectuent auprès du guichet de l'ARENH en novembre de l'année précédents. Les fournisseurs sont libres d'exercer ou pas leurs droits ARENH et peuvent également demander un moindre volume de celui qu'ils avaient réservé.

Ce dispositif ne crée aucune contrainte ainsi aux fournisseurs alternatifs qui n'ont aucune obligation de production ni aucune obligation d'achat. Il constitue actuellement un effet d'aubaine pour ces derniers, vu le prix du MWh de l'électricité sur le marché européen.

Il n'est pas contestable que l'application de ce dispositif avec un prix ARENH de vente inférieur au coût de revient de la production nucléaire a un impact important sur les comptes d'EDF et sur la valeur de l'action.

I.4. Le projet de note d'information.

Le 4 octobre 2022, l'État dépose, auprès de l'AMF, son projet d'offre publique d'achat simplifié à € 12 par action sur les quelques 16 % du capital d'EDF qu'il ne détient pas encore, donnant le coup d'envoi d'une renationalisation complète censée lui permettre de mener à bien les projets confiés à l'électricien sur fond de lutte contre le changement climatique et de flambée des prix de l'énergie.

Le prix est identique à celui dévoilé le 19 juillet lors de la communication du gouvernement sur son projet de renationalisation totale de l'entreprise.

Il ne paraît pas opportun de reprendre l'offre mais de constater certains éléments (I.3.1.) et les méthodes utilisées pour fixer le prix (I.3.2.).

I.4.1. Éléments dans la présentation de l'offre.

L'offre est présentée comme s'inscrivant dans un contexte d'urgence climatique et de volonté de l'État français de devenir seul actionnaire pour mettre EDF en mesure de mener de manière accélérée plusieurs chantiers décisifs annoncés.

Le 27 juillet 2022, le conseil d'administration d'EDF a procédé, sur proposition d'un comité ad hoc, à la désignation du cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et dont le rapport sera intégralement reproduit dans la note en réponse d'EDF.

Il convient de relever les points suivants dans le projet de note déposée :

- « Aucune décision n'a été prise à ce stade s'agissant de réformes du modèle d'affaires ou de l'organisation du Groupe.

En particulier, et comme rappelé par le ministre de l'Économie des Finances, et de la Souveraineté industrielle et numérique devant le Sénat le 20 juillet 2022, le projet Hercule, qui portait notamment sur la structure d'EDF, n'est plus d'actualité.

Toutefois, plusieurs chantiers de long terme restent à l'étude, s'agissant notamment :

- la réforme du marché européen de l'électricité,

- la mise en œuvre d'une nouvelle régulation nucléaire existant, alors que le dispositif d'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (« ARENH »), prendra fin le 31 décembre 2025.
 - des modalités d'organisation, de financement et de régulation du programme de nouveau nucléaire français.
 - de l'avenir des concessions hydroélectriques exploitées par EDF ».
- En outre, l'initiateur a l'intention de poursuivre le plan de cession d'actifs annoncés en février 2022.
 - Il est mentionné l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate avec une prime de 53 % sur le cours du 5 juillet 2022.
 - Le recours contentieux déposé le 9 août 2022 par EDF auprès du Conseil d'État visant à obtenir l'annulation du décret n° 2022-342 du 11 mars 2022 et des arrêtés des 11 mars, 12 mars et 25 mars 2022, ainsi qu'une demande indemnitaire auprès de l'Initiateur, laquelle fait valoir un préjudice estimé à date à 8,34 milliards d'euros.

I.4.2. Éléments d'appréciation du prix de l'offre.

Le prix de l'action proposé dans le projet de la note d'information est élaboré sur la base d'une approche multicritères reflétant les méthodes usuelles de valorisation et s'appuie sur une trajectoire financière fournie par EDF (nommée le « **Scénario A Ajusté** »), et les Extrapolations selon les « *Agrégats de référence* » préparées par la Société pour certains périmètres couvrant des horizons de temps divers.

Ces éléments détaillés au paragraphe 3.1.2. au (a) en pages 35 à 44 ne sont justifiés par aucun éléments, qui permettraient à un lecteur avisé de vérifier les chiffres permettant d'aboutir à la valorisation retenue comprise entre 104,7 Mds€ et 119,7 Mds€ en page 58.

Ce manque d'information est en contradiction avec l'annonce de la page 32 des « ... informations, données chiffrées et analyses figurant dans le Projet de Note d'Information, ... »

Il en est de même avec l'annonce d'une approche multicritères, l'État retenant certaines méthodes à titre principal ou indicatif, et en a écarté d'autres.

I.4.2.1. Les références et méthodes d'évaluation retenues

A titre principal

1. Référence aux cours de Bourse historique jusqu'à la date de clôture le 5 juillet 2022 pour lesquels il convient de noter l'évolution ci-dessus en page 4 qui est impactée par les décisions des pouvoirs publics.
2. Référence aux objectifs de cours des analystes financiers, pour lesquels il convient de faire la même remarque sur l'impact des décisions des pouvoirs publics.
3. Valorisation par la somme des parties (« Sum-of-Parts » ou « SOTP »).

Cette méthode aurait mérité davantage d'explication sur les calculs qui ne sont pas communiqués. Après l'explication des différents scénarii pages 47 à 55, des tableaux sont fournis en pages 56 et 57, les auteurs de la note d'information aboutissent à des valeurs comprises entre 104,7 Mds€ et 119,7 Mds€ calculées par la somme de trois briques.

Outre quelques erreurs dans les agrégats retenus, il faut noter l'absence de tableaux chiffrés et il paraît indispensable que l'expert indépendant puisse être mis en situation de pouvoir en contrôler la cohérence et la vraisemblance.

A titre indicatif : les comparables boursiers sur la base de multiples du 21 septembre 2022 sont présentés en pages 59 à 61.

Le multiple VE/EBITDA donne une fourchette de valeurs de -5,19 à 40,18 €.

L'approche par les multiples de P/E produit une fourchette de valeurs de -3,69 à 61,32 €.

En raison de cette forte dispersion de valorisation, les auteurs de la note d'information considèrent cette méthode uniquement à titre illustratif.

Cette attitude est quelque peu subjective et étonnante, car elle tend à éliminer un élément objectif qui orienterait la valeur vers le haut.

En qualité d'expert, je ne partage pas cette manière de procéder et estime qu'il serait plus efficient d'éliminer les valeurs extrêmes et de faire la moyenne des valeurs médianes, ce qui aboutirait à retenir des valeurs de 15, 36 € et 18,89 €.

1.4.2.2. Les méthodes d'évaluation écartées et les atteintes à l'approche multicritères

1.4.2.2.1. Les méthodes jugées non pertinentes.

1. Actif net comptable (« ANC ») au motif qu'elle se fonde sur le montant des capitaux propres comptables et ne se situerait pas dans une optique de continuité d'exploitation sans prendre en compte les bénéficiaires ou déficitaires, les perspectives de croissance.

Je prends acte de cette position et je constate que les moyens mis à ma disposition ne me permettent pas d'essayer de l'approcher.

2. Actualisation des flux de trésorerie (en consolidé), qui repose sur le principe que la valeur d'entreprise correspond à la somme de ces flux de trésorerie consolidée disponible, avant l'incidence du fonds de financement, actualisé à son CMPC (coût moyen pondéré du capital).

Du fait de la diversité des activités la société (production d'électricité, gestionnaires de réseaux, fournisseur d'électricité, de gaz et de services énergétiques) qui s'opère dans des cadres régulateurs variés et supporte des risques opérationnels différents, cette méthode n'a pas été retenue.

Je suis étonné par cette position qui ne correspond pas la pratique courante en matière d'évaluation des actions.

3. Actif net réévalué (« ANR »), qui définit la valeur des capitaux propres d'une société comme la différence entre ces actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs, en particulier incorporel, à leur valeur de marché.

Cette méthode d'évaluation ne reflète pas les perspectives d'une entreprise et n'est guère pertinente dans un contexte de continuité d'exploitation.

Il en est de même que pour l'ANC, j'avoue ne pas très bien comprendre cette décision d'écarter une méthode patrimoniale qui peut se situer dans le respect du principe de continuité d'exploitation.

4. Actualisation des flux de dividendes, qui consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société en fonction de sa capacité distributive, en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par les actionnaires.

Cette méthode n'a pas été retenue car elle dépend des décisions futures de l'entreprise et de son actionnaire majoritaire (par l'intermédiaire des instances de gouvernance de la société) en matière de taux de distribution future, et n'est pas représentative de la capacité la société a généré des flux de trésorerie disponible.

Je prends acte de cette position, qui peut se justifier dans le contexte particulier des distributions de dividendes par EDF et des décisions futures de l'État qui sera le seul actionnaire.

Il faut noter que l'Etat, en tant qu'actionnaire majoritaire, a choisi pendant plusieurs années de faire pression sur l'entreprise pour la distribution en numéraire d'un fort dividende alors que le Free Cash-Flow de l'entreprise était négatif, obligeant l'entreprise à s'endetter toujours plus.

Il est quand même assez étonnant de voir cette méthode retoquée alors que la capacité de distribution en numéraire des dividendes était limitée auparavant, mais que l'Etat en faisait fi.

5. L'approche par les transactions comparables, a été normalement écartée en raison de l'absence de transactions similaires depuis de nombreuses années.

1.4.2.2.2. Les atteintes à l'approche multicritère.

Il convient de rappeler que l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier pose le principe d'une évaluation multicritères en précisant que : « l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité ».

Or le fait d'écarter certaines méthodes contrevient aux principes d'application de cette approche, qui consiste à « évaluer l'entreprise en se référant simultanément à plusieurs critères ou méthodes différentes. La question est ensuite de savoir ce qu'on fait avec les résultats différents auxquelles ces méthodes peuvent conduire.³ »

Pour répondre à cette question, il convient d'établir une moyenne des résultats avec des pondérations appropriées ou de déterminer une valeur pertinente dans l'intervalle défini par les méthodes.

Tel n'est pas le cas, dans l'évaluation faite par l'initiateur dans le projet de note d'information puisqu'il s'est limité à deux méthodes liées au cours de bourse à un moment où celui-ci a été impacté par les décisions des pouvoirs publics (donc par lui-même) et à la somme des parties, également impactée par les décisions des pouvoirs publics et qui comporte des erreurs. Cette évaluation est peu crédible car elle permet à l'Etat d'être juge et partie (il analyse un cours qu'il fait varier par ses décisions, connaissant donc par avance le résultat).

II. Estimation du prix de l'action.

L'évaluation de l'action EDF est très particulière en raison de la perte de valeur, qui est attribuée en grande partie aux décisions de l'État et à la réglementation européenne.

Les méthodes proposées doivent faire l'objet de corrections (II.1.) et être complétées par des méthodes alternatives et d'autres éléments (II.2.).

II.1. Les méthodes utilisées doivent être corrigées

II.1.1. Référence aux cours de Bourse.

Le cours de Bourse des 12 mois précédant le 5 juillet 2022 a évolué entre 6,72 € et 12,08 €, soit une chute de 27 %, qui doit être comparée avec celle de 12,9 % de l'indice SBF et la baisse limitée à 7,6 % des sociétés comparables (EDP, ENEL, ENGIE et Iberdrola).

La chronologie des opérations conduit à constater une corrélation entre les décisions des pouvoirs publics et la chute du cours de Bourse au de-là de la baisse des sociétés comparables.

Le 14 janvier 2022, la presse soulignait que « L'action d'EDF perd plus de 20 % en Bourse, plombée par des prévisions de résultats financiers et de production électrique à la baisse » et « Jeudi, le gouvernement français a demandé à EDF d'augmenter de 20 % le volume d'électricité nucléaire vendu à prix réduit à ses concurrents cette année, pour limiter la hausse des prix. Cette décision va faire perdre des milliards d'euros à l'entreprise. »⁴.

Ainsi le gouvernement français demandait à EDF d'augmenter le volume d'électricité nucléaire vendu à prix réduit à ses concurrents en passant de 100 à 120 térawattheures.

Ce qui signifiait qu'EDF était forcé de vendre à un prix réduit jusqu'à 40 % de sa production électrique en 2022, au lieu de vendre aux prix forts du marché.

³ Maurice Nussenbaum AFFIC 28 01 2014 v4 2 14

⁴ Le Monde 14 janvier 2022 : https://www.lemonde.fr/economie/article/2022/01/14/l-action-d-edf-perd-plus-de-20-en-bourse-plombée-par-des-prévisions-de-résultats-financiers-et-de-production-electrique-a-la-baisse_6109446_3234.html.

L'impact de cette mesure sur l'EBE pour 2022 était estimé à environ 8,4 milliards d'euros sur la base des prix du marché au 31 décembre 2021 et à environ 7,7 milliards d'euros sur la base des prix de marché au 12 janvier 2022.

Il est difficilement contestable que ces chiffres ont fait peur aux investisseurs, puisque des analystes abaissaient leurs recommandations sur le titre en ramenant l'objectif entre 14,60 € à 9,50 € et 7,60 €⁵.

Un des analystes évoquait les décisions gouvernementales d'obliger EDF à vendre plus d'électricité à un rabais important à ses concurrents et des pannes matérielles sur le parc nucléaire.

Pour cet analyste EDF est une « valeur politiquement cyclique », dont l'heure pourrait revenir après les élections. Mais en janvier 2022, il estimait qu'il valait mieux l'éviter.

L'analyse de l'évolution historique du cours de Bourse sur le long terme permet de constater que le cours se situait à 32 € à l'introduction en 2005⁶, environ 25 € pour les salariés et plus de 80 € en 2007⁷.

2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2021	2022
32,00 €	80,00 €	41,50 €	41,56 €	30,69 €	18,80 €	20,00 €	13,06 €	11,92

En 2011 et 2012, au début de l'ARENH, le cours de l'action se situait aux alentours de 20 € et elle a diminué progressivement pour se situer entre 13,06 et 12,17 € en novembre 2021.

Au début du mois de janvier 2022, le cours était entre 8,14 et 10,06 € et il me paraît difficile de retenir une évaluation de 8,94 €, qui ne tient pas compte de l'impact des informations données par les pouvoirs publics.

Il serait plus juste de retenir la moyenne des cours de Bourse de décembre entre 12,95 et 9,85 €, soit 11,40 €.

II.1.2. Référence aux objectifs de cours des analystes financiers.

Les objectifs de cours retenues par les analystes, tel que Bloomberg, se situent après le 19 mai 2022, date du communiqué de presse d'EDF relatif à l'ajustement de son estimation de la production nucléaire en 2022 et jusqu'au 5 juillet 2022 pour exclure les annonces de la première ministre.

Il est regrettable qu'il ne soit pas fait état des analyses antérieures aux annonces des pouvoirs publics telles que celle du 17 décembre 2021, selon laquelle :

« EDF une opportunité après la lourde chute de l'action ? Le titre montre de l'hésitation, il est haussier sur le court terme mais reste en baisse sur un horizon moyen terme. En adoptant une vision de plus longue portée (moyenne mobile 100 jours), la tendance de fond est positive. »

Le tableau présenté en page 59 de la note d'information est reproduit ci-après

Dernier rapport	Dernière mise à jour de l'objectif de cours	Analystes	Recommandations	Objectif de cours	Prime induite par le prix d'offre des actions
27-juin-22	24-juin-22	Kepler Chevreux	Achat	12,00 €	0,0 %
13-juin-22	13-juin-22	Citi	Achat	11,30 €	6,2 %
9-juin-22	18-févr.-22	Barclays	Achat	11,10 €	8,1 %
6-juin-22	6-juin-22	HSBC	Vente	7,40 €	62,2 %
1-juin-22	10-mai-22	Morgan Stanley	Conservation	10,00 €	20,0 %
24-mai-22	20-mai-22	Morning Star	Conservation	8,80 €	36,4 %
20-mai-22	18-mai-21	Jefferies	Achat	16,00 €	(25,0 %)
19-mai-22	19-mai-22	Oddo BHF	Conservation	8,80 €	36,4 %
Moyenne (excl. Jefferies)				9,91 €	24,2 %
Médiane (excl. Jefferies)				10,00 €	20,0 %

⁵ EDF : « nouvelle baisse les analystes se déchainent » 19 janvier 2022 <https://www.boursier.com/actions/actualites/news/edf-nouvelle-baisse-les-analystes-se-dechainent-867159.html>

⁶Le prix maximal de l'action est fixé entre 28,50 euros et 33,10 pour les particuliers, et entre 29,50 et 34,10 euros pour les investisseurs institutionnels. <https://www.boursier.com/introductions/modalite/edf-FR0010242511,FR.html>

⁷<https://www.lesechos.fr/2017/03/pourquoi-edf-est-au-plus-bas-de-son-histoire-en-bourse>

Ce tableau appelle des observations concernant l'élimination de l'analyste Jefferie qui aboutit à l'objectif de cours le plus élevé.

Il serait plus juste de reprendre ces données selon le tableau suivant :

dernier rapport	dernière mise à jour de l'objectif de cours	Analystes	recommandations	objectifs de cours	
27-juin-22	24-juin-22	Kepler Cheuvreux	achat	12,00	12,00
13-juin-22	13-juin-22	Citi	achat	11,30	11,30
09-juin-22	18-févr.-22	Barclays	achat	11,10	11,10
06-juin-22	06-juin-22	HSBC	Ventes	7,40	
01-juin-22	10-mai-22	Morgan Stanley	conservation	10,00	10,00
24-mai-22	20-mai-22	Morning Star	conservation	8,80	8,80
20-mai-22	18-mai-21	Jefferies	achat	16,00	
19-mai-22	19-mai-22	Oddo BHF	conservation	8,80	8,80
moyenne				10,68	10,33
médiane				10,00	10,00

En reprenant toutes les valeurs, la moyenne ressort à 10,68 €. Dans la pratique, il est d'usage d'éliminer les extrêmes et la moyenne serait de 10,33.

Toutefois, il faut observer que l'on se situe après les annonces gouvernementales qui ont entraîné une chute des cours et il convient de rappeler que les analystes cités au paragraphe précédents avaient formulés des recommandations se situant entre 14,60 € et 9,50 €.

La question fondamentale qui est posée est de savoir à quel moment il faut se placer.

Si l'on se situe après les dispositions gouvernementales du début de l'année 2022, le cours boursier est impacté par les annonces, dont l'augmentation de 20 % du volume de l'ARENH, et la référence aux objectifs de cours des analystes financiers se situe entre 10,68 € et 10,33 €, si l'on se situe avant ces informations, les recommandations de deux analystes sont supérieures à 12 €.

II.1.3. Valorisation par la somme des parties (« Sum-of-the-Parts » ou « SOTP »)

L'analyse des hypothèses retenues dans la note d'information n'est pas conforme à la pratique actuelle en raison du choix du taux sans risque fondé sur celui des OAT à 20 ans au lieu de retenir celui des OAT à 10 ans.

L'argument selon lequel les OAT à 20 ans correspondrait aux investissements d'EDF n'est étayé par aucun argument.

Il faut remarquer que le ratio dette nette/capitaux propres (gearing) est une hypothèse des Établissements présentateurs de 75 %, qui n'est pas conforme à la réalité.

Il faut constater dans le document universel le montant de l'endettement financier net de 42.988 à rapporter aux capitaux propres des comptes consolidés de 61.989 millions d'euros, soit 69 %.

La comparaison des tableaux démontre des écarts qui peuvent fausser le raisonnement.

Le premier tableau concerne les CMP par segment C + P France & régulé, tel qu'il figure en page 56

Paramètres	C+P France - Nucléaire France	C+P France - Hydraulique	C+P France - Commerce & Serv.	Régulé France
Béta désendetté	0,68	0,73	1,14	0,35
Dette nette/Capitaux propres	75%	75%	75%	180%
Taux d'imposition	25,80%	25,80%	25,80%	25,80%
Taux d'endettement net de l'impôt	55,65%	55,65%	55,65%	133,56%
Béta Endetté	1,06	1,14	1,77	0,82
Taux sans risque	2,70%	2,70%	2,70%	1,70%
Prime de risque	6,80%	6,80%	6,80%	5,20%
Coût des capitaux propres	9,90%	10,43%	14,77%	5,95%
Coût de la dette retenu	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût de la dette (avant impôt)	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût des capitaux propres	9,90%	10,43%	14,77%	5,95%
Taux d'imposition	25,80%	25,80%	25,80%	25,80%
Dette cible %	42,86%	42,86%	42,86%	64,29%
Capitalisation boursière cible %	57,14%	57,14%	57,14%	35,71%
CMPC	7,60%	7,90%	10,38%	5,03%

Le Tableau corrigé de ces deux erreurs est le suivant :

Paramètres	C+P France - Nucléaire France	C+P France - Hydraulique	C+P France - Commerce & Serv.	Régulé France
Béta désendetté	0,68	0,73	1,14	0,35
Dette nette/Capitaux propres	69%	69%	69%	165%
Taux d'imposition	25,80%	25,80%	25,80%	25,80%
Taux d'endettement net de l'impôt	51,20%	51,20%	51,20%	122,43%
Béta Endetté	1,03	1,10	1,72	0,78
Taux sans risque	1,64%	1,64%	1,64%	0,64%
Prime de risque	6,80%	6,80%	6,80%	5,20%
Coût des capitaux propres	8,63%	9,15%	13,36%	4,69%
Coût de la dette retenu	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût de la dette (avant impôt)	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût des capitaux propres	8,63%	9,15%	13,36%	4,69%
Taux d'imposition	25,80%	25,80%	25,80%	25,80%
Dette cible %	40,83%	40,83%	40,83%	62,26%
Capitalisation boursière cible %	59,17%	59,17%	59,17%	37,74%
CMPC	6,96%	7,26%	9,75%	4,59%

La différence de la moyenne des CMPC passe de 7,73 % à 7,14 %.

En poursuivant le raisonnement avec les autres données sur les tableaux suivants :

Le tableau de la page 56

Paramètres	Ru Nuc.Ex	RU - Clients	Italie	Dalkia	Fram.	Autre Int.
Béata désendetté	0,83	1,14	0,54	0,57	0,82	0,74
Dette nette/Capitaux propres	75%	75%	100%	100%	50%	100%
Taux d'imposition	19,00%	19,00%	27,90%	25,80%	25,80%	25,00%
Taux d'endettement net de l'impôt	60,75%	60,75%	72,10%	74,20%	37,10%	75,00%
Béata Endetté	1,33	1,83	0,93	0,99	1,12	1,30
Taux sans risque	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%
Prime de risque	7,80%	7,80%	8,30%	6,80%	6,80%	6,90%
Coût des capitaux propres	13,11%	16,99%	10,41%	9,45%	10,34%	11,64%
Coût de la dette retenu	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût de la dette (avant impôt)	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût des capitaux propres	13,11%	16,99%	10,41%	9,45%	10,34%	11,64%
Taux d'imposition	19,00%	19,00%	27,90%	25,80%	25,80%	25,00%
Dette cible %	42,86%	42,86%	50,00%	50,00%	33,33%	50,00%
Capitalisation boursière cible %	57,14%	57,14%	50,00%	50,00%	66,67%	50,00%
CMPC	9,61%	11,83%	7,41%	6,99%	8,41%	8,11%

Le tableau corrigé

Paramètres	Ru Nuc.Ex	RU - Clients	Italie	Dalkia	Fram.	Autre Int.
Béata désendetté	0,83	1,14	0,54	0,57	0,82	0,74
Dette nette/Capitaux propres	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Taux d'imposition	19,00%	19,00%	27,90%	25,80%	25,80%	25,00%
Taux d'endettement net de l'impôt	55,89%	55,89%	49,75%	51,20%	51,20%	51,75%
Béata Endetté	1,29	1,78	0,81	0,86	1,24	1,12
Taux sans risque	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%	1,64%
Prime de risque	7,80%	7,80%	8,30%	6,80%	6,80%	6,90%
Coût des capitaux propres	11,73%	15,50%	8,35%	7,50%	10,07%	9,39%
Coût de la dette retenu	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût de la dette (avant impôt)	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Coût des capitaux propres	11,73%	15,50%	8,35%	7,50%	10,07%	9,39%
Taux d'imposition	19,00%	19,00%	27,90%	25,80%	25,80%	25,00%
Dette cible %	40,83%	40,83%	40,83%	40,83%	40,83%	40,83%
Capitalisation boursière cible %	59,17%	59,17%	59,17%	59,17%	59,17%	59,17%
CMPC	8,96%	11,19%	6,74%	6,29%	7,81%	7,42%

a moyenne des CMPC sur ce tableau passe de 8,72 % à 8,07 %.

La moyenne des CMPC des deux tableaux passe de 8,22 % à 7,51 %.

L'impact de l'actualisation des taux de CMPC donne une variation de 12,16 à 13,15, soit une augmentation de 8,18 % que j'applique à 8,94 € pour obtenir une valeur de 9,67 € par action.

II.1.4. Valorisation par les comparables boursiers.

La méthode des comparables est une méthode de valorisation qui permet de déterminer à une date « t » la valeur financière d'une entreprise par comparaison avec la valeur d'autre société « référente » ayant des caractéristiques similaires et comparables évoluant dans le même secteur d'activité.

Dans le projet de note d'information du 4 octobre 2022, à titre indicatif, il est fait allusion aux : comparables boursiers sur la base des multiples, mais l'auteur de la note d'information a choisi de ne pas les retenir au motif de la difficulté de les identifier.

Aux pages 59 à 61, il apparaît que cette méthode aboutirait à des résultats très différents et il faut s'interroger sur les raisons qui ont conduit à les écarter.

Je souligne que le détail des calculs qui ont abouti aux résultats figurant aux pages 60 et 61 n'a pas été communiqué et qu'il est difficile de formuler une quelconque appréciation critique.

Il convient de remarquer que la note 24 figurant au bas de la page 60 donne l'information suivante : « *capacité de production brute non communiquée par la société* »

Le principal avantage de cette méthode est la simplicité d'utilisation, mais elle possède quelques limites dans le choix de l'échantillon et l'absence de prise en compte du potentiel de croissance.

En ce qui concerne l'échantillon, il faut retenir les entreprises suivantes : EDP, ENEL, ENGIE et Iberdrola, dont l'indice n'a diminué que de 7.6 %. Si ces sociétés, à l'exception d'ENGIE en Belgique, ne produisent pas de l'énergie nucléaire, elles distribuent de l'électricité et partagent avec EDF de nombreuses caractéristiques.

Les multiples ont été construits de la manière suivante :

- le multiple VE/EBITDA des sociétés comparables a été calculé en divisant la valeur d'entreprise de chaque société par les projections débitées des 12 prochains mois (NTM) et 2023 à la date du 21 septembre 2022.
- Le multiple P/E des sociétés comparables a été calculé en divisant le cours de bourse de chaque société par les projections de bénéfice par action des 12 prochains mois et 2023 ajustés des rémunérations des instruments hybrides à la date du 21 septembre 2022.

L'évaluation pour les multiples de VE/EBITDA fait apparaître une valeur minimale négative par action de -5,19 € une valeur médiane de 1,30 et une valeur maximum de 5,47 € pour la projection sur l'année de référence 2023, les estimations sont de 16,57, 29,43 € et 40,18 €.

La forte disparité de ces résultats peut conduire à retenir une moyenne entre les valeurs médianes, soit : $1,30 + 29,43 / 2 = 15,36$ €.

L'évaluation pour les multiples de PE fait apparaître une valeur minimale négative par action de -1,38 € une valeur médiane négative de -2,12 et une valeur maximum négative de 3,69 € pour la projection sur l'année de référence 2023, les estimations sont de 26,88, 39,09 € et 61,32 €.

La forte disparité de ces résultats peut conduire à retenir une moyenne entre les valeurs médianes, soit : $-2,12 + 39,09 / 2 = 18,89$ €.

La forte dispersion des valorisations a conduit les Établissements présentateurs de l'offre à considérer cette méthode uniquement à titre illustratif, mais il est regrettable de ne pas retenir une méthode pour des raisons très subjectives, sur lesquelles il ne paraît pas nécessaire de s'appesantir, mais de la considérer comme l'une des méthodes à retenir.

Pour cette méthode de valorisation par les comparables boursiers, il faut retenir la valeur moyenne entre les deux approches afin de gommer les imperfections, soit : $(15,36 + 18,89) / 2 = 17,12$ €.

II.1.5. Proposition de valeur.

Sur les quatre méthodes, il faut retenir la moyenne, soit $(11,4 + 12 + 9,67 + 17,12) / 4 = 12,54$ €.

II.2. Méthodes et éléments pour fixer le prix de l'action.

Bien qu'il soit difficile de mettre en œuvre l'approche multicritères en l'absence de la communication d'éléments plus détaillés, il faut demander à l'expert indépendant de réclamer ces derniers pour mettre en œuvre cette approche avec des éléments objectifs (II.2.1.) et mettre en avant les éléments susceptibles de jouer sur la valeur de l'action (II.2.2.).

II.2.1. Mise en œuvre de l'approche multicritères.

La jurisprudence depuis environ 30 ans estime que le prix doit être déterminé à l'aide d'une appréciation multicritères de la valeur de la société selon les méthodes objectives pratiquées en cas

de cession d'actifs prenant en compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, la valeur boursière, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, et l'existence de filiales et les perspectives.

Dans son rapport sur le renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques, l'AMF a précisé que l'évaluateur doit adopter une démarche multicritère dans les deux approches :

- ✦ Analogiques, qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables.
- ✦ Intrinsèques, qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risques propres à celle-ci qu'il s'agisse des méthodes de flux de trésorerie, de flux de dividendes ou même dans certains cas de l'actif net réévalué.

Ainsi, l'évaluateur doit recourir à des références de valorisation pour les confronter aux indicateurs :

- ✦ La valeur comptable des actifs,
- ✦ Les opérations significatives réalisées sur les titres objet de l'évaluation,
- ✦ Les cours cibles des analystes.

Il faut ainsi constater l'absence de recours à l'approche multicritères par les initiateurs de l'offre dans le projet de note d'information du 4 octobre 2022.

Si les références aux cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes financiers ont bien été évoquées, il faut constater que la valorisation par les comptables boursiers ne peut être écartée.

Il en est de même de l'oubli parmi les approches intrinsèques de la méthode des flux de trésorerie, des flux de dividendes et de l'actif net réévalué.

En ce qui concerne la méthode des flux de trésorerie, je ne suis pas en mesure de réaliser une approche et il serait souhaitable que l'expert indépendant puisse obtenir les éléments pour les déterminer en fonction des scénarii annoncés qui devraient s'éloigner du scénario A pour se rapprocher du scénario D avec les nouveaux tarifs de l'ARENH .

Il ne faudrait pas occulter les notations financières et notamment celle de Fitch Rating du 6 septembre 2022, qui révisé les perspectives d'EDF à stable et qui prévoit un EBITDA de 20 milliards d'euros pour 2024 avec une hypothèse de production d'environ 345 TWh, tout en supposant des prix « normalisés » d'environ 75 €/MWh pour les ventes aux négociants.

L'analyste compare EDF à ses pairs Engie, Enel et Iberdrola, ce qui justifie de retenir les multiples boursiers comparables en l'absence d'éléments pour utiliser la méthode des flux de trésorerie.

En ce qui concerne l'actif net réévalué, il est dommage que cette approche ait été écartée sans qu'aucun élément n'ait été fourni. En page 58, il est mentionné une valorisation entre 104,7 Mds€ et 119,7 Mds€, sans que le détail des chiffres soit communiqué.

Pour essayer de trouver une autre approche dans une méthode alternative, j'ai recueilli les prévisions suivantes émanant des analystes financiers⁸, qui permettent de mesurer ce que devraient être les prévisions et le retour à la profitabilité à partir de 2023, où le cours de l'action serait de 16,43

	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	84 461,00	94 600,30	86 196,10	82 447,50
EBITDA	18 005,00	-1 815,40	17 117,50	21 033,70
EBIT	5 225,00	-12 687,10	5 732,00	9 148,13
Bénéfice net par action	1,30	-3,13	0,73	1,37
PER	9,18	NS	16,43	8,72

⁸ <https://www.boursier.com/actions/consensus/edf-FR0010242511,FR.html>

Ce tableau permet de constater la concordance de l'évolution de l'EBITDA en 2023 à 17 Mds€ et plus de 20 Mds€ en 2024, comme l'envisage Fitch Rating dans son analyse du 6 septembre 2022.

A partir de ce constat et en l'absence des éléments permettant d'approcher l'actif net comptable réévalué et l'actualisation des flux de trésorerie, je propose d'essayer d'approcher la valeur d'EDF par les multiples de l'EBITDA en intégrant son amélioration avec le nouveau tarif de l'ARENH à 49,50 €/MWh et 55 €/MWh.

La production devrait se situer entre 315 et 330 TWh en 2023 et 2024, il est envisageable qu'elle évolue à 320 et 340 TWh.

Aucun élément, notamment lors des débats au parlement ne permet de corréler l'augmentation de tarif de l'ARENH à des quantités plus importantes.

Le tarif de l'ARENH de 49,50 €, décidé par le Parlement sur des amendements est soumis à la validation de la Commission européenne et il est improbable qu'elle conditionne cette augmentation à un accroissement des quantités.

Dans ce contexte, il est possible d'envisager les trois scénarii suivants :

Scénario 1 production de 315 et 330 TWh, dont 100 réservé à l'ARENH, toutes les charges ayant été probablement intégrées dans le calcul de l'EBITDA, ce dernier sera amélioré par l'augmentation de tarif entre 49,50 et 42 €.

Scénario 2 production de 315 et 330 TWh, dont 25 % réservé à l'ARENH, toutes les charges ayant été probablement intégrées dans le calcul de l'EBITDA, ce dernier sera amélioré par l'augmentation de tarif entre 49,50 et 42 €.

Scénario 3 production de 320 et 340 TWh, dont 25 % réservé à l'ARENH, toutes les charges ayant été probablement intégrées dans le calcul de l'EBITDA, ce dernier sera amélioré par l'augmentation de tarif entre 55 et 42 €.

Un coefficient de 4 de l'EBITDA pourrait être retenu.

	scénario 1		scénario 2		scénario 3	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Production en TWh	315 TWh	330 TWh	315 TWh	330 TWh	320 TWh	340 TWh
ARENH en TWh	100,00	100,00	78,75	82,50	80,00	85,00
compensation perte gestionnaire de réseau	26,50	26,50	26,50	26,50	26,50	26,50
total ARENH	126,50	126,50	105,25	109,00	106,50	111,50
conversion	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
TOTAL ARENH en MWh	126 500 MWh	126 500 MWh	105 250 MWh	109 000 MWh	106 500 MWh	111 500 MWh
prix fixé par le Parlement	49,50 €	49,50 €	49,50 €	49,50 €	55 €	55 €
ancien prix	42,00 €	42,00 €	42,00 €	42,00 €	42 €	42 €
amélioration par la différence de prix	948 750 000 €	948 750 000 €	789 375 000 €	817 500 000 €	1 384 500 000 €	1 449 500 000 €
EBITDA	17 117 000 000 €	21 033 000 000 €	17 117 000 000 €	21 033 000 000 €	17 117 000 000 €	21 033 000 000 €
nouvel EBITDA	18 065 750 000 €	21 981 750 000 €	17 906 375 000 €	21 850 500 000 €	18 501 500 000 €	22 482 500 000 €
multiple	4	4	4	4	4	4
	72 263 000 000 €	87 927 000 000 €	71 625 500 000 €	87 402 000 000 €	74 006 000 000 €	89 930 000 000 €
nombre d'actions	3 886 581 084	3 886 581 084	3 886 581 084	3 886 581 084	3 886 581 084	3 886 581 084
valeur	19 €	23 €	18 €	22 €	19 €	23 €

La valeur de l'action se situerait entre 19 et 23 €.

En retenant la valeur de 19 € dans les calculs du paragraphe I.5. ci-dessus, la valeur de l'action sans pondération selon le tableau suivant serait de 13,84 €.

Méthodes	montants
référence au cours de bourse	11,40 €
référence aux objectifs de cours des analystes financiers	12,00 €
Somme des parties	9,67 €
comparables boursiers	17,12 €
Multiples d'EBITDA avec augmentation des tarifs de l'ARENH	19,00 €
moyenne sans pondération	13,84 €

L'article L.443-4 du Code monétaire et financier, en posant le principe d'une évaluation multicritères, évoque l'application d'une pondération appropriée et je propose de pondérer cette approche dans le tableau suivant.

J'estime que la référence au cours de bourse n'est pas la méthode la plus appropriée en raison de l'impact des décisions gouvernementales et que les comparables boursiers devraient être privilégiés.

Méthodes	montants	pondération	
référence au cours de bourse	11,40 €	1	11,4
référence aux objectifs de cours des analystes financiers	12,00 €	4	48
Somme des parties comparables boursiers	9,67 €	3	29,01
Multiples d'EBITDA avec augmentation des tarifs de l'ARENH	17,12 €	5	85,6
	19,00 €	1	19
total		14	193,01
moyenne pondérée			13,79

A mon avis, la valeur de l'action devrait être fixée à 13,79 €.

II.2.2. Autres éléments.

II.2.2.1. Les effets du recours indemnitaire

Aux valeurs dégagées ci-dessus, il faut s'interroger sur l'application d'une prime et sur l'impact du recours contentieux de 1,48 € par action, actualisé à 1,29 € par action.

Ainsi en reprenant la valeur de l'action estimée ci-dessus à 13,79 € :

$$13,79 + 1,29 = 15,08 \text{ €}$$

II.2.2.2. les produits des cessions d'actifs

Outre cette valeur, il faudrait envisager un complément de prix en fonction des ventes d'actifs ainsi qu'une prime d'OPA justifiée par les décisions de l'Etat ayant mis en difficulté l'entreprise (fermeture anticipée de Fessenheim, achat de Photowatt, de Framatome de la branche nucléaire de Général Electric, historique de l'ARENH avec un prix non réévalué depuis 10 ans, financement d'Hinkley Point sur fonds propres ...).

Conclusion

Au terme de mes travaux et à partir des éléments mis à ma disposition, je formule l'avis que l'action d'EDF devrait être valorisée à 13,79 €.

A cette valeur, il y aurait lieu de rajouter 1,29 € pour tenir compte des effets du contentieux indemnitaire, soit une valeur de 15,08 €.

En appliquant une prime « habituelle » d'OPA de l'ordre de 20 %, le prix de l'action EDF devrait être a minima de 18 €.

Les produits de cessions d'actifs, dont les cessions d'Edison et des actifs au Brésil devraient être intégrés dans la valorisation.

Tels sont les résultats de la mission que le FCPE m'a fait l'honneur de me confier, en foi de quoi, j'ai rédigé le présent rapport, sincèrement et de bonne foi, certifiant l'avoir effectué à partir d'éléments objectifs pour être remis à l'expert indépendant Monsieur Olivier Péronnet désigné par le conseil d'administration d'EDF et destiné à être joint à son rapport qui sera remis à l'AMF.

Fait à Bordeaux et clos en mon cabinet, le 21 octobre 2022.

Dominique Lencou