

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

Complément au Rapport du 21 octobre 2021 sur l'appréciation de la valeur du prix de l'action EDF

Introduction

Dans le prolongement de mon rapport du 21 octobre 2022, le Conseil de surveillance du fonds commun de placement d'entreprise actions EDF (« FCPE »), a souhaité que j'apporte un complément avant que l'expert indépendant Monsieur Olivier Péronnet présente son rapport au conseil d'administration d'EDF et à l'AMF, qui sera amené à se prononcer sur la conformité de l'offre d'achat de l'État présentée dans la note d'information déposé le 4 octobre 2022.

I. Rappel de quelques éléments pour estimer le prix de l'action.

Je rappelle tout d'abord ne pas avoir été en mesure d'examiner les données financières qui ne se trouvaient pas dans le document d'enregistrement universel pour 2021 et la note d'information du 4 octobre 2021.

L'objectif de mon rapport est d'attirer l'attention de l'AMF sur l'insuffisance de la documentation qui contraint à l'observateur à réaliser des calculs théoriques avec les données disponibles.

Dans ce contexte le prix de l'action EDF de 12 € n'est pas équitable.

Les éléments essentiels recueillis sont les suivants.

- ✦ 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)
- ✦ Finalisation des plans de cession de 3 milliards d'euros et d'économies de 500 millions d'euros.
- ✦ 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 et ses conséquences sur la rentabilité.
- ✦ Les chiffres clés pages 302 et suivantes :

<i>En millions d'euros</i>	<i>2021</i>	<i>2020</i>	<i>variations</i>		
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

- ✦ La notation financière des agences Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings, qui a confirmé dans une note du 6 septembre 2022 l'évolution favorable d'EDF.

- ✦ L'annonce du président de la République le 10 février 2022 à Belfort
- ✦ Les perspectives pour 2023
- ✦ Le volume de la production nucléaire pour 2023 entre 300 et 330 TWh
- ✦ L'évolution du cours de bourse
- ✦ 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 (ARENH).
- ✦ Déclaration du 6 juillet 2022 de la Première ministre annonçant la nationalisation d'EDF,
- ✦ Communiqué de presse du gouvernement du 19 juillet 2022 annonçant l'OPA et le prix de 12 €
- ✦ La loi n°2022-1157 du 16 août 2022, I.3. Le mécanisme de l'ARENH
- ✦ Le recours contentieux du 9 août 2022 tendant à :
 - l'annulation du décret du 11 mars 2022
 - l'indemnisation du préjudice subi de 8,34 milliards d'euros
- ✦ L'analyse de Fitch rating du 6 septembre 2022 sur l'avenir d'EDF
- ✦ La note d'information du 4 octobre 2022 confirmant le prix de 12 € 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.

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.¹ »

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'État d'être juge et partie (il analyse un cours qu'il fait varier par ses décisions, connaissant donc par avance le résultat).

II. Observations complémentaires sur le prix de l'action.

En complément à mon rapport du 21 octobre 2022, le FCPE souhaite apporter les compléments suivants.

¹ Maurice Nussenbaum AFFIC 28 01 2014 v4 2 14

II.1. Sur les méthodes jugées non pertinentes

Dans mon rapport après avoir rappelé la teneur de l'article que l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier sur l'évaluation multicritères et «*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* ». J'avais estimé que le fait d'écarter l'actualisation des flux de trésorerie et l'actif net réévalué contrevenait à l'approche multicritère, qui consiste à « *évaluer l'entreprise en se référant simultanément à plusieurs critères ou méthodes différentes* »² »

Ces deux méthodes devraient être pris en compte et il convient de rappeler que la première s'intéresse au futur et la seconde à sa valeur patrimoniale actuelle.

II.1.1. L'actualisation des flux de trésorerie.

La méthode des flux de trésorerie disponible, dite DCF, repose sur le principe selon lequel la valeur d'un actif est égale à la valeur actuelle nette des flux de trésorerie future qui génère.

Ainsi, la valeur d'EDF devrait être calculée comme la somme des flux de trésorerie générée, actualisée au taux reflétant le niveau de risque de la société.

En l'absence de la communication des informations nécessaires pour apprécier les scénarii évoqués et les raisons du choix du « scénario A ajusté », je n'ai pu appliquer cette méthode.

Avec ces informations, il serait possible de comprendre et apprécier la construction des différentes hypothèses, telles que les prévisions de croissance, d'investissement et de rentabilité à long terme ainsi que le taux d'actualisation des flux futurs reflétant le niveau de risque de l'activité.

Comme je l'avais indiqué dans mon rapport, c'est le manque d'information qui est la cause des interrogations du FCPE, qui n'est pas en mesure d'apprécier les flux de trésorerie disponible et qui ne peuvent se rabattre que sur des calculs théoriques.

La lecture de l'analyse de Fitch Rating du 6 septembre 2022 démontre qu'après une année 2022 difficile, les comptes 2023 et 2024 seront en très nette amélioration. Les annonces du président de la République dans son discours de Belfort le 10 février 2022 ne laissent pas de doute sur l'avenir d'EDF qui devrait retrouver la profitabilité.

Dans le même ordre d'idées, il faut noter le modèle d'activité et la raison d'être d'EDF de construire un avenir énergétique neutre en CO2 dans le plan CAP 2030. EDF produit l'une des électricités les moins carbonées du monde³.

Dans ce contexte, il n'est pas possible d'écarter la méthode d'évaluation DCF qui tient compte du futur pour estimer la valeur d'une action ou d'une entreprise.

II.1.2. L'actif net réévalué « ANR »

Il s'agit de l'estimation de la valeur des capitaux propre qui consiste à estimer séparément les différences et engagements de l'entreprise et en faire la somme algébrique.

Il est regrettable que cette méthode, qui donnerait une information sur le patrimoine d'EDF, n'ait pas été utilisée et la motivation de son rejet n'est pas probante, car en aucun cas cette méthode ne contrevient à la continuité de l'exploitation.

II.2. Référence aux cours de bourse.

L'expert indépendant et l'AMF doivent apprécier l'importance de l'impact des décisions gouvernementales sur le cours de Bourse, tel qu'il apparait dans l'évolution du cours.

² Maurice Nussenbaum AFFIC 28 01 2014 v4 2 14

³ Pages 8 et 16 du document universel.

mois	plus haut	plus bas
janv.-21	13,51	10,28
févr.-21	10,76	9,91
mars-21	11,44	9,74
avr.-21	12,41	11,23
mai-21	12,16	11,41
juin-21	12,06	11,22
juil.-21	12,11	10,27
août-21	11,51	10,49
sept.-21	11,37	10,45
oct.-21	13,17	11,54
nov.-21	13,06	12,17
déc.-21	12,95	9,85
janv.-22	10,66	8,14
févr.-22	7,57	7,26
mars-22	8,52	8,23
avr.-22	8,56	8,33
mai-22	8,40	8,21
juin-22	8,08	7,69
juil.-22	11,90	11,86
août-22	11,96	11,94
sept.-22	11,93	11,89
oct.-22	11,96	11,92

L'examen de ce tableau permet de constater que les annonces gouvernementales de janvier et février 2022 doivent être rapprochées de l'évolution du cours de bourse qui se situe entre 8,14 € et 8,56 € entre janvier et juillet 2022.

Dans ce contexte inédit où les annonces d'un actionnaire majoritaire ont très nettement affecté le cours de bourse de la société cotée qu'il contrôle, il paraît difficile, et dommageable pour les actionnaires minoritaires, de retenir le cours de bourse de 8,94 € et j'estime plus conforme à la réalité de retenir le cours de bourse de décembre 2021 de 11,40 €, qui se situe entre 12,95 et 9,85 €.

Il faut observer que le cours de bourse n'a jamais pu se redresser avant l'annonce du 5 juillet 2022.

À mon avis les références prises dans la note d'information sur les six derniers mois sont biaisées, il serait plus équitable de retenir le cours du mois de décembre 2021 et lui appliquer une prime.

En outre, je suis surpris de constater que les établissements présentateurs apprécient la rotation du flottant du titre EDF sur une période de 6 mois (cf. page 33 du projet de note d'information), alors même que les règles des indices publiées par Euronext le 23 novembre 2018 prévoient que la liquidité d'un titre doit s'apprécier sur une période de 12 mois.

Si l'évaluation par les cours de bourse reste probablement pertinente, il n'en demeure pas moins qu'elle ne peut rester, dans le contexte de la liquidité d'une part et des annonces gouvernementales d'autre part, la valeur centrale dans le cadre de l'évaluation d'EDF.

II.3. Référence aux objectifs de cours des analystes financiers.

Les analystes financiers dès le mois de décembre 2021 revoyaient leurs objectifs de cours de l'action EDF en raison des annonces de l'État et des arrêts programmés de plusieurs réacteurs nucléaires.

Le 10 décembre 2021, Oddo BHF ajustait son objectif de cours de 16 € à 15,55 € dans le contexte des amendements proposés pour le projet de loi de finances 2022 et estimait que : « *les intentions réglementaires semblent légitimes et plutôt bienvenues pour augmenter l'acceptabilité sociales des futures hausse de prix par EDF* » Devant l'incertitude de court terme, il estimait « *qu'une partie des risques de court terme sera levée dès 2022* ».

Le 3 août 2022, Jefferies, dont l'objectif de cours de bourse se situait en 2021 à 16 €, dégradait sa recommandation sur l'achat de l'action EDF.

Pour remettre en perspective le prix de l'offre avec les objectifs de cours des analystes financiers, il faudrait se placer avant les premières annonces au mois de décembre 2021 et observer les objectifs de cours des analystes financiers à ce moment-là.

En retenant, les objectifs de cours postérieurs aux annonces et décisions gouvernementales, les présentateurs de l'offre ne donnent pas une information objective.

II.4. Valorisation par la somme des parties (« Sum-of-the-Parts » ou « SOTP »).

Le taux OAT à 10 ans sert de référence pour déterminer le taux sans risque dans la recherche du taux d'actualisation. C'est le taux fixe auquel l'État emprunte sur une durée de 10 ans, qui sert de référence pour la plupart des taux fixes, surtout en matière de crédits immobiliers.

Dans la pratique, c'est le taux qui devrait être retenu et aucune explication n'est fournie dans la note d'information pour retenir le taux OAT de 20 ans, qui a mécaniquement pour effet de diminuer la valorisation d'EDF.

En ce qui concerne le Gearing, j'ai repris le montant de l'endettement financier net de **42 988 millions d'euros**⁴ à rapporter aux capitaux propres des comptes consolidés de **61 989 millions d'euros**⁵, soit un taux de 69 %. Les présentateurs de l'offre ont retenu un taux de 75 % en précisant qu'il s'agissait d'une hypothèse.

En l'absence de la communication de l'ensemble des données, je ne peux que faire des calculs théoriques en m'assurant de leurs cohérences, il en est ainsi de l'impact de l'actualisation des CMPC, qui augmente de 8,18 %.

Ce dernier appliqué au chiffre de 8,94 € retenu par les présentateurs permet de fixer la valeur à 9,67 €.

Je précise que la prise en compte du nouveau tarif de l'ARENH à 49,50 €/MWh aurait dû logiquement être intégré dans cette méthode de valorisation, mais qu'en l'absence des données utilisées, cela n'a pas été possible.

II.5. Valorisation par les comparables boursiers.

La méthode des comparables boursiers est très certainement celle qui permet d'approcher la valeur de l'action EDF en l'absence des annonces gouvernementales.

Elle donne une forte dispersion des résultats, mais curieusement elle n'est donnée qu'à titre indicatif car elle donne une importante amplitude de valeurs.

II.6. Proposition de valeur.

La pratique actuelle s'éloigne de l'évaluation avec des moyennes et il est préférable de faire une synthèse avec les primes induites par le prix de l'offre en insérant un tableau semblable à celui de la page 62 de la note d'information.

⁴ Page 317 du document universel

⁵ Page 334 du document universel

methodologies	valeur en €	prime induite par le prix de l'offre (%)
cours de décembre 2021		
maximum	12,95 €	-
moyen	11,40 €	5,00%
minimum	9,50 €	20,83%
objectifs des analystes financiers		
maximum	12,00 €	
médiane	10,00 €	16,67%
minimum	8,80 €	26,67%
somme des parties		
moyenne	9,67 €	19,42%
multiples boursiers		
maximum	18,89 €	
moyen	17,12 €	
minimum	15,36 €	

II.7. Mise en œuvre de l'approche multicritère.

Dans cette approche, avec les éléments mis à ma disposition, j'ai proposé une moyenne des valeurs qui pourrait sembler peu pertinente sans pondération.

J'ai proposé des pondérations en privilégiant les comparables boursiers qui me paraissent les plus proches de la réalité tout en notant la différence entre EDF et les sociétés retenues sur l'activité nucléaire.

La somme des parties pourrait être privilégiée, mais je ne dispose pas de tous les éléments pour l'approfondir et analyser les chiffres retenus pour parvenir aux résultats mentionnés dans la note d'information.

II.8. Les effets du recours indemnitaire.

Pour apprécier les effets du recours indemnitaire du 9 août 2022, il convient de noter encore une fois que l'initiateur ne l'a pas détaillé dans la note d'information et tient compte d'une imposition complète alors que les prévisions du résultat d'EDF en 2022 seront déficitaires.

Le calcul théorique de l'initiateur donne un impact maximum de 1,48 € par action sur la valeur intrinsèque de l'action d'EDF et il l'actualise sur 5 ans au taux sans risque, sans le préciser, pour parvenir à un impact de 1,29 € par action.

C'est à tort que j'ai retenu le montant de 1,29 € par action, car aucun élément ne permet de justifier l'actualisation à 5 ans.

Il m'est difficile, au vu des éléments mis à ma disposition de me prononcer sur un éventuel succès de ce recours soumis aux aléas juridiques.

Toutefois, il n'est pas possible d'occulter l'impact sur le cours de bourse de l'annonce du 13 janvier 2022.

Une éventuelle annulation du dispositif serait de nature à modifier les éléments financiers qui ont servi de base aux travaux de valorisation, notamment dans la méthode de valorisation par la somme des parties.

L'annonce par les pouvoirs publics, publiée le 21 octobre 2022, de ne pas reconduire le rehaussement à 120 TWh pour 2023 du plafond de l'ARENH démontre la prise en compte des contraintes d'EDF⁶.

Dans ce contexte, il serait opportun de retenir l'impact du recours indemnitaire de 1,48 € par action et d'un éventuel intérêt appliqué.

⁶ Voir Le Point du 21 octobre 2022 : https://www.lepoint.fr/economie/électricité-Bercy-revoit-le-plafond-de-l-Arenh-un-geste-en-faveur-f-edf-21-10-2022-2494779_28.php

II.9. Les produits des cessions d'actifs.

En page 10 de la note d'information, l'initiateur a évoqué l'intention de poursuivre le plan de cessions d'actifs à hauteur de 3 milliards d'euros entre 2022 et 2024 annoncée par EDF le 18 février 2022 et mentionné dans le document d'enregistrement universel.

Toutefois les informations communiquées dans la presse font état de montants beaucoup plus importants, pouvant aller jusqu'à 9 milliards d'euros, soit 6 milliards d'euros supplémentaires.

Deux informations permettent de constater que le montant des cessions sera supérieur aux annonces de l'initiateur :

- une information dans un journal italien Milano sur l'intérêt de plusieurs candidats pour l'acquisition des titres de la filiale italienne d'EDF Edison, mentionnant une valorisation aux alentours de 9 milliards d'euros.
- une information du journal brésilien O Globo faisant état d'un projet de cession des actifs brésiliens d'EDF, sans mentionner de valorisation à ce stade.

Il est indéniable que les produits de cessions d'actifs auront un effet très important sur la valeur intrinsèque d'EDF et que l'information donnée dans le projet de la note de synthèse est insuffisante.

À titre illustratif, si un recours indemnitaire d'un montant de 8,34 milliards d'euros donne un impact de 1,48 € par action, un produit de cession de 6 milliards d'euros supplémentaires donne un impact de 1,06 € par action. Il n'est pas envisageable qu'avec des calendriers de cession aussi proches, la valorisation retenue occulte ces scénarii (et ne prévoient aucun complément de prix).

Conclusion

Outre le manque d'éléments détaillés sur les chiffres dans la note d'information, il convient de souligner que **les trois premières méthodes d'évaluation ne prennent pas en compte la hausse du prix de l'ARENH de 42 à 49,50 €, qui ont pourtant un impact certain sur la valeur de l'entreprise. Toutefois, je ne dispose pas d'informations suffisantes pour calculer l'ampleur de cet impact.**

Cependant, je rappelle qu'en page 15 de mon rapport du 21 octobre 2022, j'avais constaté que les analystes financiers estimaient la valeur de l'action à 16,43 €.

Il faut également constater qu'en 2021, le journal des OPA avait recensé 41 opérations et calculé une prime moyenne de 38,4 % et beaucoup de prix ont été relevés en cours d'opération⁷.

Dans ce rapport complémentaire, il faut souligner l'information postérieure à mon rapport concernant l'annulation du rehaussement du volume de l'ARENH pour 2023.

Les perspectives pour EDF à partir de 2023 doivent être revues à la hausse et il convient de souligner que le cours boursier au 5 juillet 2022 ne peut être considéré comme pertinent et équitable pour les actionnaires.

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 complémentaire, 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 25 octobre 2022.

Dominique Lencou

⁷<https://www.lefigaro.fr/flash-eco/les-opa-signent-un-plus-haut-depuis-dix-ans-en-france-et-se-payent-cher-20220126#:~:text=Le%20Journal%20des%20OPA%2C%20qui,%C2%BB%2C%20note%20%C3%A9galeme%20Julie%20Madjour.>