

Comité d'Établissement Services Centraux de EDF SA

NOTE SUR LA SITUATION DE BRITISH ENERGY
Essai de valorisation

Note de synthèse

Le 3 novembre 2008

Synthèse (1)

- ▶ La valorisation de British Energy repose fondamentalement sur les éléments suivants :
 - La disponibilité des centrales nucléaires ; or les incidents techniques récents, non forcément anticipés, en tout cas dans cette proportion, sont préoccupants : il s'agit là d'un point de vigilance majeur.
 - Le prix de l'électricité au Royaume Uni :
 - la crise financière qui pourrait se transformer en récession économique, avec la décrue du prix du pétrole, autant d'éléments qui ne jouent évidemment pas dans le bon sens . Il convient évidemment de s'extraire des difficultés immédiates pour apprécier une acquisition sur le long terme, mais n'oublions pas, qu'en terme d'actualisation, ce sont les premières années qui comptent ...
 - Certains gouvernements (belge et ... notamment britannique en référence aux déclarations récentes du premier ministre Gordon Brown) reviennent sur la nécessité de réglementer les prix de l'électricité, ce qui serait de nature à hypothéquer les scénarios de prix élevés ... La référence pourrait tendre vers le coût marginal de développement du nucléaire nouveau au Royaume Uni.
 - L'extension de la durée de vie des centrales : rappelons que nous sommes déjà dans le cadre de prolongations; peut-on encore envisager des prolongations, et à quel coût (CAPEX de maintenance) ? Sauf peut être pour Sizewell, mais l'horizon (au-delà de 2035) étant lointain, cela ne devrait avoir qu'un faible impact sur la valeur actualisée.
- ▶ Nous présentons, ci-dessous, un tableau synthétique de valorisation de British Energy sous différentes hypothèses de prix et de disponibilité des centrales.
 - Le modèle utilisé (valorisation selon la méthode d'actualisation des cash flows futurs) est évidemment approximatif, compte tenu de nos sources d'information, et doit donc être interprété « en toute modestie » : nous pensons néanmoins que les ordres de grandeurs sont significatifs.
 - Un prix de 12 G GBP (soit quasiment le prix payé par EDF pour 100 % de British Energy) ne paraît pas atteignable, même dans les conditions les plus favorables, c'est-à-dire sous la double hypothèse de prix élevé et de forte disponibilité des centrales
 - Or la conjonction prix élevés – disponibilité forte nous paraît improbable : c'est parce que la disponibilité des centrales serait faible que les prix pourraient être élevés au Royaume Uni et inversement, compte tenu du poids de British Energy dans la production ...
 - L'hypothèse d'un niveau d'investissement d'exploitation (CAPEX entre 400 et 350 M GBP/an ces prochaines années) sensiblement plus élevé par rapport aux dernières années est conforme à la « guidance » indiquée par British Energy pour l'année en cours (2008-2009), que nous avons reconduite pour les années suivantes ...

Différents scénarios de valorisation : sensibilité aux prix et à la disponibilité des centrales



Récapitulatif des évaluations British Energy selon scénarios Secafi

		Scénarios de production		
en G GBP 2008		Haute	Intermédiaire	Dégradée
Scénarios de prix	Haut	10.7	9.8	6.8
	Intermédiaire	8,1	7,4	4,8
	Bas	4,8	4,2	2,3
	"Broker"	5,1	4,5	2,4

Nota : hypothèses : CMPC en valeur nominale après IS : 7,7 % ; inflation : 2,0 % par an

Programme de CAPEX : entre 400 et 350 M GBP entre 2009 et 2015

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital

Synthèse (2)

- ▶ Les valeurs médianes retrouvent le consensus des analystes financiers :
 - Entre 6,5 et 7 G GBP selon deux analystes financiers dont nous avons eu les études détaillées remontant au début d'année 2008. On notera que la plupart des analystes tablent plutôt sur des prix compris entre 40 et 50 GBP/MWh jusqu'en 2015 : voir le scénario avec prix « broker » dans le tableau ci-dessus.
 - En reprenant le dernier cours de BE (570 p/action) avant le communiqué du 17 mars 2008 annonçant des pourparlers pouvant déboucher sur une offre d'acquisition de la société, la capitalisation donnait une valeur supérieure à 9 G GBP.
 - Enfin, avec un cours pivot à 500 p/action, la capitalisation donnerait quasiment une valeur de 8 G GBP.

- ▶ Notre conviction est que EDF, à travers le prix payé (entre 12,1 et 12,5 G GBP en fonction du succès des CVR), a payé un « premium » : cela est-il pour autant justifié ?
 - Ce « premium » peut être estimé à au moins 200 p/action en référence aux derniers cours de bourse pertinents (différence entre l'offre principale à 774 p/action et le cours de clôture au 14 mars 2008 : 571 p/action)
 - Notre hypothèse se fonde sur la faible probabilité des hypothèses mis en œuvre pour justifier un tel prix
 - En outre, les résultats trimestriels de BE fin septembre 2008, qui devraient être annoncés courant novembre 2008, devraient conduire à des « flux » pour l'exercice 2008-2009 de BE sensiblement inférieurs à ceux de son année comptable précédente, ce qui devrait peser négativement sur la valorisation de BE.

Synthèse (3)

- ▶ Certains analystes financiers considèrent que le cours de l'action British Energy intègre une prime à la construction de nouvelle(s) centrale(s) : cela pourrait-il être réellement le cas concernant l'OPA de EDF sur British Energy ?
 - Dans ce cas, le « premium » pourrait correspondre à une fraction du programme EPR qu' EDF compte mettre en œuvre au Royaume Uni : le vendeur ferait ainsi payer à l'acheteur sa propre gestion, en lui offrant l'opportunité, notamment à travers les facilités sur les terrains, de développer un programme EPR d'envergure.
 - Cette hypothèse reviendrait cependant à « handicaper » le coût de développement de l'EPR au Royaume Uni : le coût d'investissement y serait déjà de l'ordre de 4,5 à 5 G € (comparé à 3 G € en France), soit un coût de développement sensiblement plus élevé que celui affiché en France pour l'EPR (47 €/MWh) ; le nucléaire resterait-il dans ces conditions compétitif en base par rapport au cycle combiné gaz notamment ?
- ▶ Si tel était le cas, cela ne tendrait-il pas à considérer qu'aucune autre possibilité, outre British Energy, n'était envisageable pour développer un programme de 4 EPR au Royaume Uni ? D'évidence, la question de l'accès aux terrains est primordiale pour répondre à cette interrogation :
 - EDF indique que l'accès aux sites de BE permet de sécuriser la construction de 4 EPR
 - Pour autant, des solutions alternatives n'étaient-elles pas envisageables ? Tout aussi sécurisées ?
 - On remarquera ainsi que EDF dispose déjà en propre de terrains : Hinkley Point à proximité immédiate du site opéré par British Energy, susceptible de recevoir jusqu'à 2 EPR, et Wylfa pour 1 EPR; l'acquisition de British Energy ne permettrait à EDF d'acquérir des terrains destinés à la construction qu'à Sizewell (2 EPR), mais obligerait à la revente du site de Wylfa pour 1 EPR;
 - Il s'agirait donc d'une opération globalement blanche en terme de nombre d'EPR avant ou après acquisition de BE, si on tient compte de la possibilité pour EDF d'acheter des sites hors BE (site de Bradwell à son propriétaire NDA, National Decommissioning Authority).

Synthèse (4)

- ▶ Tout ceci ne conduit-il pas à suggérer que le gouvernement britannique ferait de l'acquisition de BE une condition *sine qua non* pour développer du nucléaire au RU ? Ce point de vue est-il soutenable à la lumière des éléments suivants ? :
 - Quel serait *a contrario* les mesures de rétorsion que le gouvernement britannique pourrait appliquer vis à vis de EDF dans le cadre des procédures d'autorisation des sites et des centrales devant y être construites ?
 - Manifestement les contraintes ne sont pas les mêmes pour les différents prétendants au nucléaire nouveau : des engagements de cession de terrain sont prévus dans le cadre de l'offre, afin de faciliter l'entrée au Royaume Uni de nouveaux producteurs d'énergie nucléaire : de toute évidence, ces électriciens (E.ON ? RWE ? GdF-Suez ? ...) pourraient développer eux-mêmes un nouveau programme nucléaire, sans passer par la case « British Energy » ...
 - En réalité, qu'EDF achète BE ou pas, peut-on imaginer les autorités britanniques décourager EDF de financer *a minima* 16 G€ pour le renouveau du nucléaire, en prenant déjà sur elles le coût et les risques des nouvelles centrales ?
- ▶ En terme de financement, le groupe EDF emprunterait 11 G GBP (crédit syndiqué)
 - Avec des hypothèses telles qu'elles sont parues dans la presse concernant les conditions de financement (crédit syndiqué sur 3 ans à 7 % avec plusieurs tranches et différés de remboursement du principal en attendant l'émission d'obligations à des conditions plus avantageuses)
 - ... seul le scénario vraiment le plus favorable en terme de flux de cash générés par l'exploitation permettrait de faire face au « service de la dette » (remboursement des intérêts) et quasiment du capital, mais à une échéance relativement lointaine (2023 selon notre simulation ...) ;
 - *a contrario*, un scénario médian (sûrement le plus probable ...) laisserait à ce même horizon un capital à rembourser très conséquent ...
 - Ainsi, BE ne pourrait commencer à rémunérer les fonds propres que dans le scénario haut à partir de 2023 : il est possible en effet de considérer que la valeur résiduelle de Sizewell fin 2023 couvre cette rémunération, surtout dans l'hypothèse d'une prolongation au-delà de 2035 ;
 - ... mais la question du remboursement du capital resterait entière avec un scénario médian ...