

RAPPORT DE LA COMMISSION PRÉSIDÉE PAR M. MARCEL ROULET

SUR LE PROJET INDUSTRIEL ET FINANCIER D'EDF

INTRODUCTION	2
1. EDF DISPOSE D'UNE POSITION CONCURRENTIELLE FORTE DANS UN CONTEXTE DE MARCHÉ EN PLEINE ÉVOLUTION	3
• EDF est un acteur éminent du paysage électrique européen	3
• Ce poids s'explique par la forte position qu'EDF a pu préserver jusqu'à présent sur un marché domestique spécifique	4
• L'ouverture des marchés a suscité le développement de stratégies européennes chez tous les grands acteurs du secteur	6
2. LA SITUATION FINANCIÈRE D'EDF LAISSE PEU DE MARGE DE MANŒUVRE	9
• La rentabilité du groupe est en retrait par rapport aux performances de ses principaux concurrents et sa structure financière déséquilibrée	9
• EDF doit disposer d'une structure financière compatible avec ses objectifs	13
3. SELON LES OPTIONS STRATÉGIQUES RETENUES, LE BESOIN DE RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES D'EDF VARIE TRÈS SENSIBLEMENT	15
• Certains axes sont d'une importance considérable pour EDF	15
• Les effets combinés d'une amélioration de la rentabilité et de facteurs exogènes	20
• Les grandes options stratégiques qui seront retenues vont déterminer l'ampleur du besoin en fonds propres	22
CONCLUSION	29

Introduction

Amorçée par la directive européenne du 19 décembre 1996 et mise en place progressivement dans chacun des Etats membres de l'Union, la libéralisation des marchés de l'électricité a déjà suscité des mutations considérables : anticipant sur un environnement qui sera caractérisé à terme par le libre jeu de la concurrence, par la formation des prix sur le marché et par une intégration européenne des marchés de l'électricité, les grands acteurs européens ont revu leur stratégie et leur organisation et se sont développés sur des marchés et des métiers connexes. EDF a pris part à ce mouvement, opérant des acquisitions à l'étranger et enrichissant son offre dans les services ; ce faisant, le groupe a fragilisé sa structure financière.

Dans ce contexte de consolidation et de structuration du secteur, il importe de savoir comment EDF doit se positionner et de quels moyens l'entreprise doit disposer pour l'avenir. C'est un enjeu pour l'entreprise mais également pour la France, qui aurait des difficultés à faire valoir son modèle tant en termes d'organisation industrielle d'indépendance énergétique que de service public ou de bouquet énergétique si EDF ne parvient pas à s'imposer comme un grand énergéticien européen.

Respectant l'engagement qu'il avait pris devant le Parlement à l'occasion des débats sur la loi relative au service public de l'électricité et du gaz, et par lettre de mission du 16 septembre 2004, le Ministre d'Etat, ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a demandé à la commission constituée à cet effet d'établir, pour le 15 novembre, « un constat sur le contexte concurrentiel notamment européen auquel EDF doit désormais faire face et sur la situation financière de l'entreprise et de recenser et d'apprécier les avantages et inconvénients des différentes options stratégiques qui s'offrent à EDF, en précisant pour chacune d'entre elles les capacités financières et en particulier le besoin de fonds propres nécessaire pour les mettre en œuvre ».

La commission s'est réunie huit fois, du 30 septembre au 16 novembre ; elle a entendu longuement EDF, mais également la direction de la demande et des marchés énergétiques (DIDEME) du ministère de l'industrie qui a présenté le rôle de l'entreprise pour la politique énergétique française, les banquiers conseils d'EDF et de l'Etat et le cabinet d'avocats Bredin-Prat, mandaté par l'Etat pour examiner les aspects juridiques d'une éventuelle fusion entre EDF et Gaz de France. L'essentiel des documents présentés lors des réunions sont joints en annexe au présent rapport.

Comme l'avait précisé le Ministre lors de l'installation de la Commission, les travaux n'ont porté que sur EDF, la situation de Gaz de France n'ayant été évoquée que sous l'angle d'une éventuelle fusion entre les deux grands acteurs français.

Le présent rapport rend compte du travail effectué par la commission et des conclusions auxquelles elle a abouti (1) sur la position d'EDF dans le nouveau contexte concurrentiel, (2) sur la situation financière du groupe et (3) sur les options stratégiques envisageables et leurs conséquences en termes de besoins en fonds propres.

1. EDF dispose d'une position concurrentielle forte dans un contexte de marché en pleine évolution

De 1946 à 2000, EDF a traversé trois étapes (électrification et développement des réseaux et du programme hydraulique et thermique, construction du parc nucléaire, exploitation du parc nucléaire) dans une situation de monopole. Depuis 1996 (directive 96/92/CE du 19 décembre 1996) et 2000 (seuil d'éligibilité en France fixé à 16 GWh ce qui représentait 1 300 sites éligibles et près du tiers de la consommation intérieure nette) l'ouverture des marchés est une nouveauté majeure qu'EDF et tous les grands énergéticiens européens ont intégré à leur stratégie et à leur organisation. Leur champ d'action, conçu jusqu'alors comme régional ou national selon les cas, s'est rapidement étendu à l'Europe entière, voire au-delà.

• EDF est un acteur éminent du paysage électrique européen

Quelques chiffres attestent du poids d'EDF sur le marché européen : en termes de chiffre d'affaires d'abord, avec près de 45 Md euros en 2003, EDF reste le leader européen au coude à coude avec E.On, dont le chiffre d'affaires global est légèrement plus élevé (46,4 Md euros) mais dont la part énergie demeure un peu inférieure à celle d'EDF, et avec RWE (43,5 Md euros). A la différence de ses concurrents, EDF réalise la quasi-totalité de son chiffre d'affaires dans l'électricité.

EDF dispose d'un portefeuille de plus de 41 millions de clients dans l'électricité contre 21 millions environ pour E.On et pour RWE chacun.

Le groupe français est de très loin le leader en termes de puissance installée avec un parc européen de production de 122 GW soit plus de deux fois celle de chacun des autres grands groupes : E.On affiche 40,9 GW, RWE 44 GW, Enel 43,7 GW et Suez 49 GW. Enfin, EDF est l'entreprise la plus présente sur le nucléaire qui représente 54% de sa capacité installée à comparer à 31% pour E.On et 13% pour RWE ou pour Suez¹.

En revanche, EDF apparaît comme légèrement en retrait en termes d'activités européennes et internationales : 34% du chiffre d'affaires d'EDF est réalisé en Europe (hors marché national) à comparer à 39% pour E.On et 37% pour RWE. Le reste du monde ne procure que 4% du chiffre d'affaires d'EDF alors que la proportion est de 22% pour Endesa, de 17% pour Suez, de 11% pour RWE et de 6% pour E.On². Ce retard apparent s'explique par le caractère minoritaire et le traitement comptable de certaines participations internationales d'EDF : EnBW en Allemagne est détenu à hauteur de 34,5% et consolidé à hauteur de 45% en raison de la nature des accords passés par EDF avec les banques ; Edison en Italie n'est pas consolidé en raison de la limitation des droits de vote d'EDF à 2%³.

¹ Pour Suez le chiffre est de 13% sur l'ensemble des capacités de production du groupe et de 25% si l'on raisonne sur les seules capacités européennes.

² Les pourcentages sont calculés sur la base du CA énergie de chacun des groupes.

³ En 2001, le gouvernement italien a pris un décret-loi, ratifié par la loi 301 du 20 juillet 2001, qui limite à 2% les droits de vote des entreprises publiques non cotées opérant dans le domaine de l'énergie et bénéficiant d'une position dominante sur leur marché national qui prennent une participation dans des sociétés italiennes. Ce texte fait l'objet d'une procédure en manquement engagée par la Commission européenne devant la CJCE pour l'enrayer qu'il constitue à la libre circulation des capitaux.

- **Ce poids s'explique par la forte position qu'EDF a pu préserver jusqu'à présent sur un marché domestique spécifique**

Jusqu'au milieu des années 1990, la croissance d'EDF s'est faite sur le marché français, où l'entreprise dispose de bases solides.

EDF participe à la réalisation des quatre objectifs de la politique énergétique française tels que les définit le projet de loi d'orientation sur l'énergie en cours de discussion au Parlement : la sécurité des approvisionnements et l'indépendance énergétique, la préservation de l'environnement et la lutte contre l'effet de serre, la fourniture d'une énergie à bas coût pour les entreprises et les ménages et la cohésion sociale. Certaines de ces missions sont considérées comme des obligations de service public et couvertes par la CSPE⁴, d'autres sont intégrées à la stratégie industrielle et financière d'EDF, comme le développement du parc nucléaire et le maintien d'une surcapacité globale par rapport à la consommation nationale, garantie de sécurité et de débouchés économiques ; la France est ainsi l'un des rares pays européens exportateurs d'électricité et le parc d'EDF joue un rôle majeur dans l'équilibre électrique de l'Europe occidentale.

La répartition des moyens de production en France, héritage de l'histoire traduisant la volonté politique de disposer d'un acteur capable d'assurer l'indépendance énergétique du pays, et la priorité réaffirmée au nucléaire, garantissent un avantage compétitif majeur et durable à EDF : avec des capacités de production de 101 GW en France EDF dispose d'un parc sans commune mesure avec celui de ses concurrents (SNET 2,6 GW, Suez 4 GW via la SHEM, la CNR et des droits de tirage sur la centrale de Tricastin⁵) et les VPP⁶ portent sur un volume de 6 GW. 12% des capacités de production sont ainsi aux mains des concurrents d'EDF.

En parallèle, la France a un poids essentiel dans l'activité d'EDF : si l'on raisonne sur la base du périmètre groupe⁷, la France représente 62% du CA 2003 (28 Md euros sur 45), 65% des clients, 66% des salariés – et 82% des capacités de production. EDF y dispose d'une part de marché très élevée, de l'ordre de 80% sur les marchés éligibles.

Malgré une ouverture largement réalisée en droit⁸, sans qu'il y ait d'obstacles techniques compte tenu notamment de l'application d'un tarif « timbre poste » national pour l'accès au réseau, le marché français conserve un caractère très concentré qui s'explique par :

⁴ Contribution au service public de l'électricité instaurée par la loi du 10 février 2000 modifiée par la loi du 3 janvier 2003.

⁵ On pourrait y ajouter les cogénérations gérées par sa filiale de services Elyo, largement acquises par EDF dans le cadre des obligations d'achat (contrats 97/01), qui représentent une capacité de 1 972 MW.

⁶ Les VPP ou virtual power plants correspondent à des capacités de production d'EDF de 6 000 MW, vendues aux enchères selon différents mécanismes (VPP base ou VPP pointe) pour répondre à une condition posée par la Commission européenne à l'entrée d'EDF au capital d'EnBW.

⁷ L'Italie n'est pas consolidée dans les comptes d'EDF.

⁸ L'ouverture s'est faite en cinq étapes:

- (1) en 1999 : sites consommant plus de 100 GWh ;
- (2) en 2000 : sites consommant plus de 16 GWh, soit 1 300 sites et une consommation globale de 130 TWh,
- (3) en 2003 : sites consommant plus de 7 GWh soit 3 100 sites et une consommation de 160 TWh,
- (4) en 2004 : tous les professionnels, soit au total 68% de la consommation française et 242 TWh ,
- (5) l'ouverture sera complète en juillet 2007, lorsque la concurrence concernera toute la clientèle domestique (91% des clients d'EDF et 34% de la consommation).

- le poids historique d'EDF ;
- un phénomène conjoncturel de décalage entre la hausse nette des prix de marché depuis deux ans et la baisse des tarifs acquittés par les clients d'EDF qui n'ont pas exercé leur éligibilité.

L'évolution des tarifs s'explique principalement par des raisons politiques, l'Etat se montrant réticent à décider de hausses tarifaires qui obèrent le pouvoir d'achat des ménages.

L'influence des coûts allemands marqués par l'anticipation des charges de renouvellement du parc, la résorption progressive des surcapacités, l'anticipation du coût des permis d'émission de CO₂, ou la répercussion de la hausse du prix du pétrole et du gaz sur les coûts d'achat de combustibles de la plupart des producteurs européens sont autant de facteurs qui poussent les prix de marché à la hausse, y compris en France. La progression a induit un net alourdissement de la facture énergétique pour les clients qui ont opté pour l'éligibilité (pour certains clients industriels, +50% en deux ans), une incompréhension de la part de ceux qui espéraient tirer un avantage concurrentiel de la compétitivité du nucléaire et un frein à la concurrence compte tenu de l'écart avec les tarifs. Sur certains segments du marché français, les clients éligibles n'ont pas intérêt à abandonner le tarif.

Sur ce point, une évolution est inévitable.

Le niveau actuel des tarifs et leurs perspectives d'évolution ont fait l'objet de débats au sein de la commission. Un rattrapage partiel, lissé et programmé, serait justifié sur le plan économique et permettrait de couvrir le coût moyen de long terme du parc de production (estimé par EDF à 35 euros par MWh, y compris les charges de renouvellement du parc prévisibles à long terme). Il favoriserait en outre la concurrence sur le marché français. Les pertes de parts de marché subies par EDF seraient d'ailleurs neutralisées par des gains de marge, par ailleurs positifs pour la situation financière d'EDF. A l'inverse, une hausse des tarifs pourrait être préjudiciable à la compétitivité de certaines industries électro-intensives comme la chimie ou la sidérurgie et certains membres de la commission redoutent qu'elle ne soit mal perçue de la part des clients désireux de tirer profit de la compétitivité du nucléaire. Pour répondre à cette attente, EDF envisage de favoriser des solutions de partenariat de long terme (dans le respect du droit de la concurrence) qui permettent aux entreprises de profiter de la compétitivité du nucléaire dans un contexte de marché.

Sans impact majeur à ce stade sur les comptes d'EDF ni sur sa part de marché, l'ouverture du marché a déjà eu des répercussions sensibles dans l'organisation et le fonctionnement de l'entreprise. La plupart des métiers du groupe seront impactés et les transformations ont d'ores-et-déjà commencé.

Ainsi RTE (8 000 personnes pour un réseau de 100 000 km de lignes haute et très haute tension) dispose d'une autonomie de gestion et d'une autonomie comptable⁹ et sa transformation en société anonyme dont le capital sera détenu en totalité par des entités publiques (EDF, l'Etat ou d'autres entreprises ou organismes du secteur public) décidée par la loi du 09/08/2004 est la prochaine étape.

Sur la distribution (50 000 agents), l'enjeu est complexe : séparation des activités commerciales et des activités de réseaux (depuis 1999), mutation progressive des activités de

⁹ Loi du 10/02/2000 article 12 pris en application de la directive européenne de 1996.

gestion clientèle au fur et à mesure du développement de l'éligibilité pour rattacher le personnel correspondant à chacun des commercialisateurs d'EDF et de Gaz de France, création en juillet 2004 de gestionnaires de réseaux de distribution propres à EDF et à Gaz de France et d'un opérateur commun en charge de l'exploitation des deux réseaux. Les équipes de commercialisation (6 000 personnes) sont amenées, par ailleurs, à développer des approches ciblées sur chaque type de clientèle éligible pour les séduire puis les fidéliser (enrichissement des offres de produits, services énergétiques, lancement de nouvelles marques, etc.).

La position dont EDF dispose sur le marché français devrait évoluer dans les années à venir sous l'effet d'une réduction inéluctable de l'écart entre prix et tarifs et du développement de la concurrence. A noter que l'échéance du 1^{er} juillet 2007, quoique hautement symbolique, n'est pas l'enjeu le plus immédiat en termes de concurrence dans la mesure où les deux tiers de la facture électrique d'un ménage demeureraient régulés, la pression de la compétition ne s'exerçant que sur les coûts de commercialisation et de production, soit 34% du prix. Les risques d'une accélération du développement concurrentiel viennent davantage des initiatives que pourraient prendre les autorités nationales ou européennes en charge de la concurrence. Le scénario d'une ouverture forcée, le cas échéant sans hausse des tarifs, serait évidemment le pire qu'EDF puisse envisager.

- ***L'ouverture des marchés a suscité le développement de stratégies européennes chez tous les grands acteurs du secteur***

La commission a débattu à plusieurs reprises de l'ouverture européenne des marchés. Pour certains de ses membres, il s'agit simplement d'une contrainte juridique à prendre en considération lorsque l'on étudie la situation d'EDF, sur laquelle toutefois la France peut avoir une influence en tant qu'Etat membre participant aux prises de décision au niveau communautaire. Mais pour d'autres, qui ont exprimé de vives inquiétudes, il s'agit d'un mouvement potentiellement dangereux, qui ne prend pas suffisamment en considération le caractère vital de l'électricité pour ses utilisateurs, ménages ou entreprises, et fait prévaloir une logique de concurrence là où une coopération serait mieux adaptée.

Jusqu'à présent, l'ouverture des marchés, et surtout une anticipation de ses effets, a conduit les grands acteurs européens à s'étendre hors de leurs métiers et de leurs frontières historiques. Le ralentissement de la croissance de la consommation dans les marchés domestiques a contribué à favoriser ces stratégies. Mais la situation dans les différents pays européens n'est pas homogène car le ralentissement de la croissance est net en France, en Allemagne ou au Royaume-Uni (croissance de 1,1% à 1,2% en 2003) mais ne s'observe ni en Espagne où la consommation progresse de près de 3%, ni en Italie où il affiche une progression de plus de 2%.

En parallèle de l'expansion géographique, réalisées de manière prioritaire dans des zones limitrophes pour favoriser le développement des interconnexions et la synergie entre les parcs de production, les grands énergéticiens européens ont cherché à équilibrer leur portefeuille d'activités autour de trois axes :

- un axe amont-aval, dont la réorganisation du marché britannique est sans doute le meilleur exemple (difficultés de British Energy, évolution vers l'amont de Centrica) ;

- un axe activités régulées – activités dérégulées que les grands énergéticiens cherchent à équilibrer pour présenter un profil de risque-rentabilité attrayant pour les investisseurs et les agences de rating. En moyenne chez les grands acteurs européens, 52% de l'EBITDA provient des activités de réseaux. E.On avec 80% et EDF avec 60% présentent donc des profils un peu atypiques sur ce plan ;
- un axe gaz-électricité justifié notamment par des synergies lorsque la production d'électricité se fait grâce au gaz naturel ou par l'attrait des offres duales pour certains clients, ainsi qu'un développement plus ou moins réussi sur des métiers proches (eau, télécommunications).

La consolidation du secteur se fait avec ampleur et rapidité : sur les deux dernières années, plus de 85 Md euros ont été investis par les grands acteurs européens pour des acquisitions en électricité, gaz, eau et télécoms. A lui seul le groupe E.On représenté la moitié de ces montants avec 20 Md euros de nouvelles positions dans le secteur électrique au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande et 21 Md euros dans le secteur du gaz en Allemagne principalement.

EDF n'a pas échappé à ce mouvement même si le groupe n'a pas effectué d'opération majeure pendant les deux dernières années. Depuis la fin des années 1990, 15 Md euros environ ont été investis à l'étranger. Aujourd'hui, l'international représente 38% du chiffre d'affaires du groupe –sans l'international, le chiffre d'affaires d'EDF serait de l'ordre de 30 Md euros- et 29% de son EBITDA mais la situation actionnariale n'est pas encore stabilisée partout. EDF est parfois privée des moyens de contrôler efficacement l'activité de ses filiales et ne parvient donc pas à générer toutes les synergies possibles des investissements réalisés.

Ce n'est pas le cas au Royaume-Uni, où EDF Energy est contrôlé en totalité par EDF, à l'issue d'une succession d'acquisitions. N°4 sur le marché britannique, le groupe réalise un CA de 5,2 Md euros. Sa situation est saine même si des progrès peuvent être réalisés pour acquérir une plus grande autonomie par rapport au marché de gros pour sourcer les grands clients qui ne peuvent être servis aujourd'hui par un parc de production relativement limité (5 GW), les actifs étant concentrés sur la distribution (172 000 km de lignes).

En revanche, les deux autres positions importantes d'EDF en Europe, auxquelles il faudrait ajouter une participation de 20% dans Motor Columbus, holding de contrôle du groupe suisse Atel, sont encore minoritaires et l'une n'est pas même consolidée :

- EDF détient une participation de 34,5% dans EnBW¹⁰, troisième électricien allemand derrière E.On et RWE avec un chiffre d'affaires de 10,6 Md euros (pour 100%). Son portefeuille d'activité couvre la production (15 GW), les ventes directes, la distribution (154 000 km) et le transport (3 700 km) d'une manière équilibrée (9% à 13% de part de marché sur chacun de ces segments). EnBW réalise l'essentiel de son chiffre d'affaires dans le Bade-Wurtemberg, zone évidemment intéressante pour EDF en raison de sa contiguïté avec le territoire français ;

¹⁰ EnBW est une société cotée qui a un autre actionnaire de référence à égalité avec EDF, le syndicat de communes du Bade-Wurtemberg, OEW. OEW dispose d'un put pour céder à EDF sa participation à une date d'exercice comprise entre 2005 et 2011. En outre, les deux actionnaires ont conclu un contrat d'achat à terme d'actions EnBW actuellement détenues par des banques. Ainsi, EDF qui détient actuellement 34.5% du capital d'EnBW (mais la consolide à hauteur de 45%) pourrait obtenir près de 80% du capital dans les années à venir.

- En Italie, EDF détient 18% de IEB¹¹, holding de contrôle du groupe Edison, société cotée dont IEB possède 63,8%. Edison est le deuxième producteur italien d'électricité et le troisième acteur du marché du gaz avec un chiffre d'affaires de 6,3 Md euros et une part de marché de l'ordre de 15%. Sur le plan industriel, Edison a un portefeuille d'activité concentré sur l'amont sans aucune activité de distribution ni de transport.

EDF est également présent dans les PECO. Ses positions hors d'Europe sont moins significatives dans la mesure où elles ne représentent que 3,7% du chiffre d'affaires consolidé (Amérique Latine) et 0,3% (Asie). Ce portefeuille affiche des performances globalement négatives et ne témoigne pas d'une grande lisibilité géographique et stratégique.

Sur le plan des métiers, EDF a pris une position dans les services énergétiques avec une participation de 34% dans Dalkia, filiale commune à EDF et Veolia, n°1 des services liés à l'énergie en Europe devant Elyo (Suez) et Cofathec (Gaz de France) qui réalise un chiffre d'affaires de 5,2 Md euros, et des participations dans Dalkia International, Dalkia investissements et Edenkia, toutes trois filiales de Dalkia.

En revanche, le groupe n'a pas réalisé d'acquisition majeure dans le gaz, contrairement à certains de ses concurrents, notamment allemands, soucieux de sécuriser un approvisionnement en gaz pour leurs centrales. RWE et E.ON disposent ainsi, après plusieurs acquisitions dont l'absorption de Thyssengas et de Ruhrgas respectivement, de portefeuilles de l'ordre de 10 millions de clients chacun dans le gaz (à comparer à 2,3 millions pour EDF par l'intermédiaire de ses filiales européennes et d'EDF Trading).

On reviendra dans la deuxième partie du rapport sur le bilan financier mitigé de l'expansion internationale d'EDF. Pour autant, les conditions d'acquisitions de certaines filiales et les pertes de valeur subies dans certains pays ne doivent pas conduire à abandonner une stratégie européenne qui permet de compenser les pertes de parts de marché qu'induit le développement de la concurrence en France, de dégager des synergies et de participer à l'intégration des marchés par le développement des interconnexions. L'intégration européenne des marchés n'est pas une certitude, mais elle semble préférable, pour EDF, à une situation dans laquelle de nouveaux équilibres concurrentiels seraient imposés au sein de vingt-cinq marchés nationaux disjoints.

* * *

Malgré l'ampleur des initiatives prises par ses concurrents à l'échelle européenne, la position concurrentielle d'EDF est donc globalement bonne. Toutefois, ses fondements historiques paraissent fragiles dans le nouveau contexte concurrentiel qui s'amorce. Les spécificités du marché français qui ont soutenu EDF jusqu'à présent ne vont pas toutes perdurer. Elles peuvent même devenir des handicaps pour l'entreprise si les autorités en charge de la concurrence au niveau national et européen estiment qu'elles favorisent le développement d'EDF plus que l'essor de la concurrence.

Dans les années à venir, EDF devra ainsi faire face à des échéances industrielles importantes (renouvellement du parc de production ; nécessité de poursuivre l'amélioration de la qualité

¹¹ Les autres actionnaires d'IEB (Fiat, banques, Carlo Tassara) ont des puts sur EDF exercables dès 2005 qui pourraient conduire EDF à monter à 100% au capital d'IEB. Ces options figurent dans les engagements hors-bilan d'EDF pour 3,7 Md euros. Le point de savoir si EDF aurait à lancer une OPA sur la totalité du capital d'Edison après l'exercice de ces puts est incertain.

de la fourniture) tout en prenant position dans ce nouvel environnement caractérisé par la fragilisation de sa position historique et la structuration du secteur à l'échelle européenne.

2. La situation financière d'EDF laisse peu de marge de manœuvre

La situation financière actuelle d'EDF reflète l'action de l'entreprise et les évolutions de son environnement : l'expansion internationale a dégradé la structure du bilan, l'insuffisante maîtrise des coûts conjuguée à la baisse des tarifs en France a conduit à la dégradation de la rentabilité opérationnelle, l'application des normes IFRS a suscité des ajustements importants et la prise en compte des engagements de retraites aura un impact majeur sur les fonds propres de l'entreprise. Les leviers dont dispose EDF pour retrouver une marge de manœuvre financière existent mais ne sont pas suffisants pour faire face aux échéances à venir.

- **La rentabilité du groupe est en retrait par rapport aux performances de ses principaux concurrents et sa structure financière déséquilibrée**

La situation financière d'EDF est contrastée : les points forts sont la progression régulière de son activité (chiffre d'affaires en hausse de près de 5% par an sur 50 ans grâce à la France d'abord puis sous l'effet des relais de croissance trouvés à l'étranger) et sa capacité à générer des cash-flows importants qui lui assurent une situation de liquidité saine. Ses points faibles sont sa rentabilité, en déclin régulier, et en retrait par rapport aux niveaux atteints par ses principaux concurrents, ainsi que sa structure de bilan, pénalisée par le poids de la dette et par celui des provisions nucléaires et de retraites,

- La rentabilité opérationnelle d'EDF est insuffisante

La rentabilité opérationnelle d'EDF se caractérise par son déclin : avec un EBITDA de l'ordre de 11 Md euros en 2003, la marge d'EBITDA s'établit à 24,5%¹². En dix ans, elle est ainsi passée de 45% à 25%. Cette dégradation s'explique par l'évolution du marché français (70% de l'EBITDA et 80% de l'EBIT d'EDF en 2003) et par l'effet dilutif du développement dans des pays où la marge était plus faible.

En France, la marge a subi un effet de ciseau défavorable entre d'une part, une baisse du prix moyen de vente de l'électricité (- 1.5% par an entre 1992 et 2002) et d'autre part, des coûts cash (personnel, achats, impôts et taxes) en progression (+1.5% par MWh par an en moyenne sur la même période). Face à cette évolution, et compte tenu de progrès de rentabilité dans certaines filiales (Allemagne), la contribution de l'international à l'EBITDA global d'EDF est en progression régulière depuis 1998. Elle devrait se poursuivre dans les années à venir.

En 2003, le résultat net courant du groupe (4,4% du chiffre d'affaires pour un résultat net de 0,9 Md euros soit 1,9% du chiffre d'affaires) s'est redressé en France et en Europe, la rentabilité des filiales sud-américaines demeurant toutefois négative.

¹² Par nature de dépenses, les grandes masses sont les consommations externes (22Md euros soit la moitié du chiffre d'affaires), les charges de personnel (9,3 Md euros en 2003 soit 21% du chiffre d'affaires) et les impôts et taxes d'exploitation (2,7 Md euros).

Malgré sa baisse spectaculaire sur les dix dernières années, la marge d'EBITDA d'EDF se situe actuellement dans la médiane des grands énergéticiens européens : EDF affiche une marge de 24,5% fin 2003, en retrait par rapport à Enel (31,4%), Endesa et Iberdrola mais au-dessus d'E.ON (20,4%), de RWE (19,3%) et d'Electrabel (19%). La structure et l'ancienneté du parc de production d'EDF ne sont pas étrangères à ce bon niveau car elles confèrent à EDF un avantage relatif en termes d'EBITDA dont ses concurrents ne disposent pas dans les mêmes proportions.

D'ailleurs, le ratio de RN / CA est quant à lui très largement en deçà de la médiane à 1,9% en 2003 (environ 2,6% si l'on ôte l'impact de la décision de la Commission européenne sur le réseau d'alimentation générale¹³) contre 6% pour les concurrents d'EDF : E.ON affiche un résultat net de 10% du chiffre d'affaires, Electrabel est à 9,3%, Enel à 8% et RWE à 2,2%.

Cet écart risque de s'amplifier si EDF ne met pas en pratique un programme ambitieux de réduction des dépenses car ses concurrents se montrent très volontaires :

- E.ON a annoncé un plan de réduction des coûts de 1 Md euros sur 2003-2006 ;
- RWE affiche une baisse de 3,2 Md euros en deux phases (2,6 Md euros effectués entre 2000 et 2004 et 0,6 Md euros à venir entre 2003 et 2004) ;
- Suez a annoncé un programme de baisse des coûts de l'ordre de 650 M euros en 2004 ;
- Enel s'engage dans une baisse de 1 Md euros sur trois ans.

Or cet élément est majeur dans la valorisation de l'entreprise : 1% de réduction de la base de coûts France hors énergie (personnel et achats autres qu'énergie) représente un gain d'EBITDA de 140 M euros et donc une augmentation de la valeur de l'entreprise de l'ordre de 1 Md euro sur la base d'un multiple de 7 à 7,5.

A ce stade, EDF a identifié un objectif de baisse des dépenses de 2007 de 2,5 Md euros par rapport à ce qu'aurait été leur niveau spontané. Il s'agit donc d'une stabilisation des dépenses 2007 au niveau de 2003 avec l'absorption, par des gains de productivité, des dépenses induites par les négociations salariales de l'été 2004 et des coûts élevés de transformation de l'entreprise.

Les membres de la commission ont débattu de ce programme, de son ampleur et de sa pertinence. Pour certains, le projet d'EDF manquait d'ambition par comparaison à ce qui a été fait par France Télécom (15 Md euros d'économies en trois ans), à ce qu'EDF impose à ses filiales (EnBW) et à ce que mettent en œuvre ses principaux concurrents. D'autres se sont interrogés sur la possibilité de conduire et de faire accepter par le corps social d'EDF un tel effort.

- La situation de liquidité est saine

EDF dégage des cash flows récurrents importants : 3.5 Md euros de free cash flow en 2003, hors éléments exceptionnels et compte tenu d'un CAPEX de 4.6 Md euros et de frais financiers nets de l'ordre de 1 Md euros. Après éléments exceptionnels, le free cash flow dégagé en 2003 a été de 2,1 Md euros. Sur le premier semestre de 2004, hors éléments exceptionnels (impact de la décision de la Commission européenne sur le traitement fiscal et

¹³ Décision du 16 décembre 2003 de la Commission européenne ; impact en trésorerie = -1,2 Md euros ; impact sur les comptes = - 889 M euros sur les fonds propres (impôt sur les sociétés reversé) et -328 M euros sur le compte de résultat (intérêts courus correspondants).

15 novembre 2004
comptable du réseau d'alimentation générale), le chiffre est de 2,4 Md euros, le premier semestre étant toujours plus important que le second dans l'activité électrique.

Par ailleurs, EDF dispose de lignes de crédit disponibles non utilisées de 8.2 Md euros, de disponibilités à hauteur d'1 Md euros et d'actifs financiers liquides (VMP notamment) pour 3.6 Md euros (chiffres au 30/06/04, soit avant la cession de titres Total) face à des tombées de dette de 7.3 Md euros d'ici à fin juin 2005.

La maturité de la dette est longue (7 ans et demi), son coût raisonnable (5,5%) et l'exposition à une hausse des taux limitée par une mixité entre dette à taux fixe (57%) et à taux variable (43%).

Globalement, la situation de liquidité de l'entreprise n'est donc pas un souci ni un handicap pour son développement futur.

- La structure financière est marquée par un levier sans doute excessif, avant même d'y imputer l'effet de la réforme des retraites

L'actif du bilan d'EDF est marqué par le poids majeur des immobilisations corporelles (plus de 99 Md euros au 30 juin 2004 sur un total de bilan de 146 Md euros) qui atteste du caractère très capitalistique de son activité -2 à 3 euros sont engagés pour obtenir 1 euro de chiffre d'affaires-. Son passif en revanche, est caractérisé par l'importance des provisions nucléaires (27 Md euros), le poids élevé des dettes (29 Md euros soit une dette financière nette de 24 Md euros) comparé au niveau des fonds propres (20,2 Md euros).

L'endettement net d'EDF est de 24 Md euros au 30 juin 2004 après avoir atteint un point haut de près de 27 Md euros en 2002, après cinq ans d'expansion internationale. A la fin de 2003, la dette nette représente 2.2 fois l'EBITDA et 1.2 fois les capitaux propres.

Les capitaux propres ont augmenté de manière régulière entre 1997 et 2001 sous le seul effet des résultats non distribués. Depuis deux ans, l'évolution a été plus erratique en raison de trois phénomènes qui ont joué parfois en sens inverse (1) les changements de méthodes comptables résultant principalement de la mise aux normes IFRS (+5.4 Md euros de capitaux propres), (2) les dépréciations des actifs internationaux et les effets défavorables de change (-5 Md euros sur trois ans) et (3) la décision de la Commission européenne sur le traitement fiscal et comptable du réseau d'alimentation générale (-0.9 Md euros).

Le traitement comptable des amortissements et provisions sur les centrales nucléaires et les réseaux a évolué en 2003 : EDF a opéré un changement de méthode conformément aux normes IFRS (passage d'un amortissement dégressif à un amortissement linéaire) et un changement d'estimation sur la durée de vie des centrales rehaussée de trente à quarante ans. Cet allongement a été effectué au regard des retours d'expérience français et étrangers sur le sujet et validé par les organes sociaux de l'entreprise et par les commissaires aux comptes.

En revanche, en l'absence de norme comptable internationale sur les concessions de distribution publique d'électricité, leur comptabilisation demeure inchangée. Les concessions figurent au bilan à l'actif (31.5Md euros) et au passif sous la forme d'un compte spécifique de droit du concédant (18 Md euros) et de provisions pour renouvellement (13.5 Md euros).

- La réforme du financement des retraites évite la constatation d'un passif de l'ordre de 60 Md euros mais dégrade cependant la structure de bilan d'EDF

La réforme du financement du régime spécial des retraites de la branche des industries électriques et gazières permet d'éviter que la totalité des engagements de retraite d'EDF, de l'ordre de 60 Md euros, ne soient inscrits à son bilan comme l'exigent les nouvelles normes comptables (IAS 19).

Les conséquences de cette réforme pour les comptes de l'entreprise porteront sur la trésorerie d'EDF (versement d'une soulte au titre de l'adossment au régime de droit commun pour la partie concurrentielle de l'activité d'EDF) et sur le bilan (constitution de provisions pour les droits spécifiques passés relatifs aux activités concurrentielles qui demeurent à la charge de l'entreprise) sans effet sur le compte de résultat. Tout ce qui ressort des droits passés des activités régulées est financé par une taxe sur le tarif d'acheminement et n'a pas d'incidence sur la structure de bilan d'EDF.

L'impact sur les fonds propres d'EDF pourrait être de l'ordre de 14 Md euros, après prise en considération des autres avantages accordés au personnel qui doivent également être provisionnés selon les termes de la norme IAS 19.

- L'appréciation de la situation financière d'EDF serait incomplète sans une prise en considération de ses engagements hors-bilan liés aux investissements internationaux

7.9 Md euros d'engagements liés aux acquisitions internationales figurent en hors-bilan qui concernent principalement l'Allemagne (3.5 Md euros) et l'Italie (3.7 Md euros).

Les engagements relatifs à EnBW concernent des puts dont dispose OEW pour céder à EDF sa participation à un prix de l'ordre de 2.3 Md euros et à une date d'exercice comprise entre 2005 et 2011. Les deux actionnaires ont également conclu un contrat d'achat à terme d'actions EnBW actuellement détenues par des banques. Sans avoir de certitude sur ce calendrier, EDF estime probable que les puts puissent être exercées assez rapidement, sans doute dès 2005 pour certains ; EDF pourrait alors détenir 77,35% du capital de la société. EDF estime que la réglementation boursière allemande ne l'obligerait pas à lancer une offre sur la partie restante du capital.

En Italie, EDF a accordé des puts aux autres actionnaires d'IEB, holding de contrôle d'Edison dont IEB détient environ 64%. Ces puts devraient être exercés en 2005. Au-delà, le point de savoir si EDF aurait à lancer une OPA sur le capital d'Edison est incertain, compte tenu notamment de l'existence de la loi 301 et de la limitation des droits de vote d'EDF à 2% qu'elle impose.

- Les engagements nucléaires

Ces engagements représentent 27 Md euros et couvrent, au-delà du retraitement du combustible irradié, en particulier la déconstruction des centrales et le stockage des déchets (aval du cycle). S'agissant du coût de déconstruction des centrales, les provisions constituées paraissent suffisantes compte tenu des éléments de comparaison internationale dont dispose EDF. S'agissant du stockage des déchets, le mode de gestion des déchets HAVL (haute activité vie longue) n'est pas finalisé notamment en ce qui concerne le stockage définitif actuellement fondé sur un devis de l'ANDRA de 1996. La commission a débattu de ce sujet,

certaines considérant que le devis de l'ANDRA était sous-estimé. En tout état de cause, le traitement de ces déchets dépendra de l'issue des travaux parlementaires prévus pour 2006 et de l'éventuelle législation qui en découlerait. Enfin, on ne peut exclure que le rythme de constitution des actifs dédiés doive être accéléré compte tenu des réflexions actuellement en cours sur ce sujet.

- **EDF doit disposer d'une structure financière compatible avec ses objectifs**

Apprécier la structure financière d'EDF ne peut se faire dans l'absolu, sans référence de marché ni sans objectif précis. Il appartient à l'entreprise et à son actionnaire, de définir quelle structure financière est souhaitable compte tenu de ses projets de développement, de ses besoins de financement sur les marchés et des risques qu'elle peut être amenée à supporter.

- Les ratios d'analyse de la structure financière de l'entreprise confirment le poids important de l'endettement

Parmi la batterie d'indicateurs qu'utilise la communauté financière, ceux qui mesurent la liquidité et la couverture de la dette par la capacité d'autofinancement sont privilégiés. Il s'agit en particulier du ratio de FFO / DN ((EBITDA - frais financiers nets - impôts) / DN) qui mesure la capacité d'une entreprise à dégager des recettes opérationnelles suffisantes pour couvrir la charge de sa dette. Dans le même esprit, sont également suivis les ratios de FCF (free cash flow) / DN et de DN / EBITDA. Le levier comptable ou gearing est un ratio courant, aisément lisible, mais qui revêt une importance moindre sauf à ce qu'il présente un caractère atypique.

En termes de rating, EDF est notée Aa3 par Moody's et AA- par Standard and Poor's, les deux agences ayant placé EDF sous surveillance négative en attendant l'issue des négociations sur la réforme du financement des retraites. Cette notation est bonne par rapport aux grands énergéticiens européens, comparable à celle d'E.ON (Aa3 et AA- avec perspective stable cependant), et meilleure que celle d'Enel, de RWE, Endesa, Iberdrola ou Suez.

La manière de traiter les provisions nucléaires (quelle fraction de ces provisions doit être considérée comme une dette de l'entreprise plus que comme des fonds propres) n'est pas stabilisée dans les deux grandes agences de rating. Si l'on réintègre en dette nette 55% des provisions nucléaires (ce qui correspond à l'hypothèse actuelle de Moody's) et la totalité des provisions retraite, on obtient les ratios suivants (sur une base 2003) :

	FFO / DN	DN / EBITDA	DN / (DN + CPro)
E.ON	29%	2.5 x	38%
Enel	28%	2.6 x	54%
RWE	19%	3.6 x	77%
EDF	18%	4 x	90%
Endesa	18%	3.7 x	56%
Iberdrola	16%	4.1 x	56%

Ces chiffres attestent bien d'un levier comptable élevé (90%) et d'un endettement important

A l'avenir, la question d'une éventuelle déconsolidation de la dette du réseau de transport (RTE) à l'occasion de sa filialisation se pose sur le plan comptable mais également sur celui

du traitement par les agences de rating, si EDF cède une partie de sa participation dans la future société EDF Transport comme la loi l'y autorise.

A ce stade, les perspectives sont incertaines : le traitement comptable de RTE dépendra davantage du mode de gouvernance de la future société, dont les règles imposées par la directive et par la loi du 9 août 2004 seront précisées dans les statuts de RTE, que de la participation qu'y détiendra EDF. En outre, le traitement comptable ne s'impose pas aux agences de rating, qui pourraient maintenir sa dette et son EBITDA dans le calcul des ratios et l'évaluation du rating d'EDF même dans le cas où les commissaires aux comptes se prononceraient pour une déconsolidation comptable. Toutefois, dans la mesure où RTE aurait un autre actionnaire de référence, les agences pourraient également choisir de répartir le risque RTE entre EDF et l'autre actionnaire.

- EDF doit disposer d'une structure financière à même de remplir trois objectifs

Le premier objectif est naturellement de disposer des moyens nécessaires pour assurer le développement de l'entreprise, on y reviendra.

Le deuxième est de se ménager un accès aux financements dans de bonnes conditions : EDF a toujours fait appel au marché financier et continuera à le faire dans les années à venir, notamment pour financer le renouvellement de son parc de production. L'entreprise doit être en mesure de trouver les ressources qui lui sont nécessaires, sans contraintes de taille ou de coût et quelle que soit par ailleurs la conjoncture sur les marchés. La notation est un élément clef de cette indépendance car un bon rating permet d'avoir accès aux investisseurs même dans des conditions de marché difficiles. C'est dans cette optique qu'EDF se fixe un objectif de structure financière compatible avec un rating solide d'au moins A+/A1.

Le troisième est de disposer de fonds propres en valeur absolue suffisants au regard de risques éventuels, identifiés par EDF, dont la probabilité d'occurrence est variable selon les cas mais qui ne peuvent être omis dans la cible de structure financière du groupe. Les principaux risques aujourd'hui déterminés par EDF sont le risque lié à l'externalisation de tout ou partie des provisions liées aux engagements nucléaires, ou le risque de provisionnement du régime d'assurance maladie en cas d'absence de réforme.

Certains de ces facteurs de risques pourraient être éclaircis à brève échéance : dans le cas du régime d'assurance complémentaire maladie des agents des IEG, fortement déficitaire en particulier pour les inactifs, il importe de savoir si l'entreprise a ou non la responsabilité de l'équilibrer. Une réponse positive emporterait la constitution de provisions selon l'application des nouvelles normes, si un accord pour mettre en place un mode de financement alternatif n'intervenait pas dans les prochaines semaines. Sur l'externalisation des provisions liées aux engagements nucléaires, certains membres de la commission ont estimé qu'une telle évolution serait positive alors que d'autres ont souhaité, au contraire, une intervention de l'Etat pour éviter qu'elle ne se produise.

Au total, la commission a considéré qu'un besoin de financement d'EDF devrait davantage être comblé par des fonds propres, sans préjuger de la manière de renforcer ces derniers, que par de la dette. Celle-ci dégraderait encore une structure financière déjà fragilisée et mettrait en péril la capacité future de l'entreprise à faire face aux risques qui peuvent survenir et à

faire appel aux marchés obligataires dans de bonnes conditions. Ce point a toutefois fait l'objet de débats, et certains membres de la commission ont exprimé un avis divergent.

* * *

EDF a une situation saine en termes de liquidité mais d'importantes contraintes sur le plan de la structure de son bilan notamment dans la perspective de maintenir un rating solide et de disposer de fonds propres cohérents avec le niveau des risques auxquels elle pourrait être exposée. En outre, sa rentabilité n'est pas suffisante.

Les besoins de financement à venir doivent donc d'abord être minimisés par une politique énergique de maîtrise des dépenses et d'amélioration de la rentabilité, action que doit mener EDF comme le font tous ses concurrents européens.

Ils doivent ensuite être comblés par le recours à des fonds propres plus qu'à de la dette, qui irait à l'encontre des objectifs de sécurité et d'indépendance poursuivis par l'entreprise.

3. Selon les options stratégiques retenues, le besoin de renforcement des fonds propres d'EDF varie très sensiblement

Au delà de la couverture des risques identifiés et de la nécessité de maintenir un rating solide, le besoin de renforcement des fonds propres d'EDF va être déterminé par les choix stratégiques que fera l'entreprise. La commission a examiné les grandes options envisagées, leurs avantages et leurs inconvénients sur un plan stratégique et industriel et leurs conséquences financières.

Les éléments repris ci-après rendent compte des présentations faites à la commission et des débats survenus en son sein mais ne constituent ni une instruction approfondie des projets envisagés ni une définition de la stratégie d'EDF, qui ne relève pas de la compétence de la commission mais de celle de l'entreprise, au sein de ses organes sociaux et en concertation avec son actionnaire.

- ***Certains axes sont d'une importance considérable pour EDF***

Les projets envisagés par EDF ont été diversement perçus par les membres de la commission. Certains ont exprimé des sentiments personnels parfois divergents des positions soutenues dans le présent rapport ; ils ont été invités à les présenter dans des notes établies par leurs soins qui figurent en additifs ci-après.

Toutefois, quelques axes ont été jugés suffisamment structurants pour qu'un assez large consensus se dégage sur l'intérêt de les retenir et sur la nécessité de les mener à bien, du moins dans leur principe, les modalités n'ayant pas été étudiées en détail par la commission. Pour l'essentiel, ces projets concernent l'investissement sur l'outil industriel en France, la nécessité de maintenir une participation majoritaire dans la société gestionnaire du réseau de transport, l'importance de l'activité de services énergétiques, la rationalisation du portefeuille international et le renforcement d'une présence en Allemagne au sein d'EnBW.

- Des investissements en France pour maintenir et renouveler l'outil de production et de distribution

On l'a vu, la France demeure le cœur de l'activité d'EDF. Quelle que soit l'évolution de ce marché sur un plan concurrentiel, l'entreprise devra financer, dans les années à venir, l'entretien et le renouvellement de son outil industriel. L'estimation des besoins en investissements est naturellement entachée de très nombreuses incertitudes, au premier rang desquelles le rythme de croissance de la demande mais également la possibilité d'accroissement des capacités d'interconnexions.

Pour ce qui concerne la production, EDF a étudié deux scénarii sur la base et la semi-base :

- un scénario de croissance limitée de la demande (sous l'effet de la politique de maîtrise de l'énergie et d'un tassement de la croissance économique) en parallèle d'un développement rapide des énergies alternatives comme l'éolien ; dans ce cas de figure, en supposant une mise en service de l'EPR de Flamanville en 2012, il ne serait pas nécessaire de construire d'autres nouveaux moyens de production avant 2015 (les actifs existants permettant de satisfaire la demande interne, les contrats d'exportation long terme et d'autres exportations) ;
- un scénario de croissance soutenue de la demande avec un développement limité de l'éolien (10 TWh en 2015 à comparer à un objectif de 17 à 25 TWh) : dans ce schéma, la construction de deux à quatre cycles combinés à gaz serait nécessaire à l'horizon de 2015, en plus de la tête de série de l'EPR. Dans un contexte concurrentiel, ces nouveaux moyens de production pourraient être développés par d'autres groupes que par EDF ; la commission a retenu comme hypothèse de travail qu'EDF construirait 50% de ces cycles combinés à gaz.

Pour la pointe, EDF anticipe des besoins dès 2008 sur la base d'hypothèses qui ont été discutées par certains membres de la commission, notamment en ce qui concerne la probabilité d'occurrence d'événements suscitant des besoins de pointe (aléas climatiques) ou les capacités d'effacement des clients. A cet égard, EDF redoute une décroissance des capacités d'effacement entre 2005 et 2007 alors que certains grands clients estiment que l'effacement devrait être davantage développé en raison de son efficacité (canicule de 2003) et de son coût faible par rapport aux investissements dans des nouveaux moyens de production. Dans la mesure où le scénario de croissance soutenue de la demande serait confirmé, une décision devrait être prise de manière très rapide compte tenu d'un délai minimal de trois ans pour la mise en service de turbines à combustion neuves, qui s'ajouteraient aux remises en service de tranches fioul sous cocon qu'EDF a entreprises. Sur le plan géographique, les éventuels moyens de production supplémentaires pourraient idéalement être implantés dans les régions les plus déficitaires (Bretagne et PACA Est).

Au total, en incluant une enveloppe stable de maintenance et le développement de la tête de série EPR, le budget d'investissement consacré au parc de production pourrait atteindre 1Md à 1,2 Md euros par an en moyenne entre 2005 et 2012 à comparer à 500 M euros en moyenne entre 2002 et 2004. Certains membres de la commission ont exprimé la crainte que ces montants ne soient pas tout à fait suffisants compte tenu de la nécessité prochaine d'amorcer le renouvellement du parc.

La question du renouvellement du parc nucléaire se pose à l'horizon de 2020, au-delà du cadre de travail de la commission. Selon la durée de vie des centrales, l'effort de renouvellement pourra être lissé dans le temps (c'est l'hypothèse d'EDF qui estime la durée de vie des centrales à 50 ans en moyenne sur l'ensemble de son parc) ou conduit de manière beaucoup plus brutale (si la durée de vie s'avérait inférieure aux estimations de l'entreprise).

En parallèle de l'aspect industriel du sujet, la commission a relevé que les effets de l'allongement de la durée de vie des centrales sur la valeur de l'entreprise sont massifs : EDF estime qu'un prolongement de dix ans de la durée de vie des centrales augmente la valeur de l'entreprise de 7 Md euros environ.

Pour la distribution, la question est de savoir quelle ambition sera retenue sur le plan de la qualité : des investissements permettant de maintenir une qualité aux standards européens représenteraient une enveloppe annuelle de l'ordre de 1,5 Md euros ; une meilleure couverture des aléas climatiques à faible probabilité d'occurrence mais à fort impact sur la qualité nécessiterait un budget supplémentaire de 100 à 500 M euros par an selon les hypothèses.

Au total, les besoins en investissements pour le parc industriel français peuvent varier entre 3,3 et 3,8 Md euros par an en moyenne d'ici à 2007. Cette première estimation, avant optimisation éventuelle des process industriels et des achats, représente une hausse de 17% à 26% par rapport au niveau actuel (moyenne 2002-2004). Si on les compare à un budget global d'investissement de 3,5 Md euros pour Enel ou de 3 Md euros pour E.On pour l'ensemble de chacun de ces groupes (y compris les activités hors électricité), ces chiffres attestent d'une forte ambition industrielle d'EDF par rapport à ses concurrents.

La commission s'est montrée très attachée à la préservation de l'outil industriel d'EDF et au maintien de la qualité de la fourniture, et donc des réseaux de transport et de distribution. Elle a relevé la très forte progression des besoins d'investissement, due partiellement à la sortie d'une phase basse du cycle d'investissement. Certains de ses membres se sont interrogés sur l'ampleur de la hausse affichée et sur la justification du décalage entre le niveau d'investissement prôné par EDF et celui qu'affichent ses principaux concurrents. D'autres, au contraire, ont estimé que les investissements affichés par les concurrents étaient sous-estimés et que l'effort serait vraisemblablement accru de manière sensible dans les années à venir.

- Le maintien d'une participation dans le gestionnaire du réseau de transport

La question qui se pose est celle de la participation qu'EDF doit conserver dans le gestionnaire du réseau de transport, future société EDF Transport. EDF a étudié divers scénarii, du maintien des 100% à une cession assez large de sa participation au bénéfice d'un autre organisme public comme l'autorise la loi¹⁴.

Sur un plan industriel, la préférence d'EDF va naturellement au maintien du caractère intégré de l'entreprise, le mieux à même de conserver les synergies existantes entre l'exploitation du parc et le développement du réseau et notamment des interconnexions, sans constituer d'ailleurs un obstacle à la mise en œuvre d'un accès des tiers au réseau transparent et non-discriminatoire.

¹⁴ Loi du 9 août 2004, article 7.

Sur un plan financier, les options étudiées peuvent avoir des conséquences très différentes qu'il est difficile d'estimer avec précision à ce stade.

Maintenir EDF Transport dans le périmètre de consolidation d'EDF sous la forme d'une intégration globale impliquerait la consolidation de la dette d'EDF Transport - avec un impact négatif sur les ratios financiers - mais également de son EBITDA (environ 12% de l'EBITDA global du groupe) et permettrait ainsi à EDF de continuer d'afficher une proportion élevée d'activités régulées dans son portefeuille, ce qui corrigerait en partie l'appréciation défavorable qui pourrait être portée sur les ratios.

Une réduction de la participation d'EDF pourrait, au contraire, impliquer une déconsolidation de l'EBITDA et de la dette. Toutefois, le traitement comptable d'EDF Transport dépend à la fois du niveau de la participation d'EDF et de son degré d'influence tel qu'il résultera des règles de gouvernance imposées par la directive et par la loi du 9 août 2004 que préciseront les statuts d'EDF Transport.

En outre, ce traitement comptable ne préjuge en rien de l'appréciation que porteront les agences de rating et les investisseurs obligataires. On ne peut exclure que ceux-ci maintiennent la dette d'EDF Transport dans l'appréciation qu'ils portent sur le risque EDF, même après la cession par EDF d'une partie du capital de sa filiale, considérant ainsi implicitement qu'EDF ne laisserait pas EDF Transport faire défaut sur sa dette que ce soit pour des raisons financières et industrielles ou pour éviter toute atteinte à l'image du groupe.

Les décisions qui seront prises en la matière seront évidemment lourdes de conséquences sur le besoin de renforcement des fonds propres d'EDF. A ce stade, la commission ne disposant pas de toute la visibilité nécessaire sur cette question délicate, s'est exprimée dans son ensemble pour le maintien d'une participation majoritaire dans EDF Transport. Dans cette optique, le chiffrage estimatif du besoin de renforcement des fonds propres d'EDF a été mené sur la base d'une participation d'EDF à hauteur de 67% et d'une consolidation comptable d'EDF Transport.

- La poursuite de l'activité « services »

Outre son aspect défensif, expliqué en partie 1 du présent rapport, l'activité de services permet de positionner EDF sur le marché de la maîtrise de l'énergie, en particulier dans le cadre de la réglementation en cours de préparation (« certificats blancs » du projet de loi d'orientation sur l'énergie).

EDF envisage diverses options pour son niveau de participation dans Dalkia. Ces choix ne sont pas dépourvus d'effets sur le plan financier mais les enjeux sont modestes à l'échelle du groupe compte tenu de la taille relative de Dalkia (en 2003, capitaux propres de 1,5 Md euros, dette nette de 0,6 Md euros, chiffre d'affaires de 4,7 Md euros et EBITDA de 0,6 Md euros). La stratégie qui sera retenue en la matière n'est donc pas déterminante dans l'appréciation du besoin en fonds propres d'EDF.

Au vu des options présentées, la commission a relevé qu'il serait positif pour EDF d'adapter la structure des participations et le pacte d'actionnaires conclu en 2000 au contexte actuel qui a évolué tant sur le plan de la concurrence (éligibilité de la quasi-totalité des clients de Dalkia) que sur le plan de l'activité d'EDF (abandon du principe de spécialité). Elle a également

estimé souhaitable pour l'entreprise de faire porter les efforts sur le plan opérationnel pour dégager des synergies qui ne sont pas encore suffisamment réalisées à ce stade.

- Une rationalisation et un recentrage sur l'Europe du portefeuille international

Les investissements d'EDF hors de l'Europe de l'ouest constituent un ensemble aux performances disparates mais globalement décevantes. La commission a considéré, comme le fait EDF, qu'une rationalisation de ces investissements était souhaitable, afin de juguler les foyers de pertes lorsqu'ils se manifestent et de consacrer un recentrage de l'activité d'EDF sur l'Europe limitrophe, zone jugée prioritaire par la commission dans son ensemble.

Cette rationalisation doit se faire dans de bonnes conditions, avec des cessions lorsque les performances sont décevantes et que l'obtention de synergies n'est pas évidente, mais aussi le maintien de certaines participations (dans les PECO notamment) voire de nouveaux investissements dès lors qu'ils permettent de valoriser et de développer l'expertise technologique du groupe et de créer des relais de croissance sans exposer pour autant l'entreprise à des risques excessifs.

Les positions limitées en termes de chiffre d'affaires ou de capitaux immobilisés que détient actuellement EDF sur le marché chinois sont apparues suffisantes dans l'immédiat pour suivre l'énorme développement attendu sur ce marché, y effectuer une veille stratégique, maintenir des actions de coopération et susciter des effets d'entraînement bénéfiques pour d'autres secteurs de l'industrie française.

- Le maintien d'une présence en Allemagne

L'Allemagne est apparue à la commission comme un enjeu stratégique majeur pour EDF en raison de sa proximité géographique et de son appartenance à la même plaque électrique que la France, mais également à cause de l'ancrage allemand de deux des plus grands électriciens européens. Une présence forte en Allemagne permet d'envisager de réelles synergies, de faciliter le développement des interconnexions, de compenser des pertes de marché prévisibles en France en captant une partie des pertes subies, sur leur marché domestique, par les groupes allemands. Elle contribue ainsi à équilibrer les rapports de force entre les grands énergéticiens européens.

EnBW répond bien aux besoins stratégiques d'EDF grâce à un portefeuille d'activités équilibré et à une forte implantation dans le Bade-Wurtemberg, région prospère et proche de la France. Son management paraît réactif : après les difficultés financières rencontrées en 2003, EnBW a mis en œuvre un programme ambitieux de restructuration et de gains de productivité (Top Fit, soit des économies d'1 Md euros en trois ans). Les résultats du premier semestre de 2004 attestent de ses capacités de redressement avec un retour à l'équilibre (résultat net de 73 M euros part d'EDF à comparer à -612 M euros sur l'année 2003) et une amélioration de la structure de bilan (renforcement des fonds propres et réduction de la dette nette de plus de 18% sous l'effet de cessions d'actifs périphériques et d'une réduction des investissements).

Il a donc semblé à la commission que le maintien et le développement de cette position devait être une priorité pour EDF.

Il importe cependant de ne pas sous-estimer l'ampleur du financement qu'implique cette priorité, d'abord pour couvrir l'exercice des puts par OEW et la montée au capital d'EnBW qui en résulterait, ensuite pour participer aux investissements nécessaires pour le renouvellement du parc de production. En effet, la décision des autorités allemandes d'arrêter le nucléaire impose le renouvellement du tiers du parc de production d'EnBW avant 2011. Compte tenu de l'horizon sur lequel la commission a travaillé, ces besoins n'ont pas été pris en considération dans les chiffres qui intègrent seulement une estimation du coût de l'exercice des puts. Un autre déterminant de l'impact financier de la montée au capital d'EnBW sera naturellement la capacité du groupe à maintenir les gains du programme Top Fit jusqu'en 2007 voire au-delà.

- **Les effets combinés d'une amélioration de la rentabilité et de facteurs exogènes**

Le renforcement des fonds propres d'EDF qui doit lui permettre de faire face à ses priorités d'investissement, à ses risques et de maintenir son accès au marché financier dans de bonnes conditions peut provenir d'un apport externe de fonds propres, quelle qu'en soit la source, et de fonds propres dégagés en interne grâce à des progrès de productivité ou par le jeu de facteurs exogènes qui ont une influence sur les équilibres financiers de l'entreprise.

- *EDF a une marge de manœuvre pour améliorer sa rentabilité*

Comme on l'a relevé ci-dessus, la rentabilité d'EDF a été en dégradation constante jusqu'en 2002 et s'est établie à un niveau inférieur à celui de ses concurrents ; EDF a ainsi prévu un programme de redressement de sa performance. Si l'on raisonne sur la partie française du groupe et sur les paramètres qui affectent sa rentabilité, EDF a, en effet, des marges d'amélioration sur certains postes importants de son compte de résultat (achats, disponibilité des centrales) et sur les besoins de financement du cycle d'exploitation (BFR).

A titre d'exemple, les achats opérationnels représentent une enveloppe annuelle de 6.4Md euros qui pourrait se prêter à des économies. En revanche, d'autres postes pèsent lourdement dans les équilibres financiers du groupe mais obéissent à des dynamiques propres sur lesquels tout ajustement est délicat : c'est le cas des achats de combustibles nucléaires (enveloppe de 1.6 Md euros par an) qui relèvent de contrats de long terme (dix ans) ; c'est le cas aussi des charges de personnel (7.3Md euros par an soit 21% du chiffre d'affaires) dont les effectifs seront stabilisés jusqu'à la fin de 2005 et qui présentent une inertie importante.

En termes d'exploitation, une amélioration de la disponibilité des centrales procurerait un accroissement de l'EBITDA de 60 M euros par an pour 1 point de K_d^{15} . Si ce chiffre paraît faible au regard de l'ampleur des enjeux financiers d'EDF, il a des répercussions directes sur la valeur de l'entreprise : un gain d'EBITDA de 60 M euros représente un accroissement de valeur de l'ordre de 420 à 450 M euros sur la base d'un multiple de 7 à 7,5. Relevons cependant que ce point a fait l'objet de débats au sein de la commission ; certains membres doutent, en effet, de la possibilité d'effectuer de tels progrès sur la disponibilité des centrales ; d'autres se fondent sur les performances réalisées aux Etats-Unis pour estimer que des améliorations sensibles devraient être possibles en France.

¹⁵ Coefficient normatif utilisé par EDF pour évaluer la disponibilité globale de son parc de centrales.

Le BFR d'exploitation s'établit à 10 Md euros soit le tiers de la dette du groupe et 77 jours de CA. EDF considère qu'il existe des marges de réduction du BFR et prévoit de le diminuer de manière substantielle d'ici à 2007.

Le programme de gains de productivité présenté par EDF à la commission repose sur ces marges de manœuvres et contribuera au renforcement de sa rentabilité et ainsi de ses fonds propres. Comme on l'a relevé en deuxième partie de ce rapport, la commission a débattu de l'ampleur de ce programme : certains ont mis en doute la soutenabilité d'un tel effort compte tenu, notamment, de la rigidité de la structure de coûts liée au nucléaire ; d'autres ont fait valoir que ces premières pistes étaient insuffisantes au regard des efforts mis en œuvre par les comparables auxquels EDF se réfère et des attentes, le cas échéant, des marchés financiers.

- Tarifs et prix de gros ont un impact considérable

Comme toute activité économique, celle d'EDF est soumise à des aléas qui peuvent impacter considérablement son déroulement mais qui ne relèvent pas du champ d'action et de maîtrise du management. S'agissant d'EDF, l'exemple des températures est le plus frappant : l'entreprise estime en effet, qu'une baisse moyenne de la température en hiver de 1°C implique un gain d'EBITDA de 60 M euros par mois durant la période hivernale. Les coûts des combustibles fossiles ont également des répercussions sur la situation financière du groupe, même si leur effet est moindre que chez les concurrents d'EDF en raison de la structure du parc de production de l'entreprise.

Les deux principaux déterminants exogènes de la rentabilité d'EDF sont néanmoins les tarifs et les prix de gros.

Dans la mesure où 87% du chiffre d'affaires français d'EDF est soumis au tarif¹⁶, l'impact des variations de prix de gros est moins sensible dans ses comptes qu'il ne peut l'être chez certains de ses concurrents. Pour autant, EDF estime qu'une hausse d'un euro par MWh des prix de gros suscite un gain de l'ordre de 120 M euros d'EBITDA en France, ce qui se traduit mécaniquement par un accroissement de la valeur de l'entreprise de l'ordre de 850 M euros¹⁷.

Dans le contexte actuel où l'on anticipe une hausse continue des prix de gros dans les prochaines années sous l'effet de phénomènes précis et clairement identifiés, cet aléa devrait jouer positivement pour EDF qui a retenu dans ses projections une hypothèse très prudente.

L'impact des tarifs, compte tenu de leur poids dans le chiffre d'affaires d'EDF, est encore plus massif : EDF a calculé qu'une hausse du tarif intégré de 1% implique un gain d'EBITDA de 200 M euros, soit un accroissement de valeur de l'entreprise de près de 1,5 Md euros¹⁸.

Ainsi, l'ampleur du besoin du renforcement des fonds propres de l'entreprise est très sensible aux évolutions de prix et de tarifs et devra être ajustée en fonction des mouvements qui vont intervenir sur ces deux variables.

La commission a considéré, on l'a vu, qu'une évolution des tarifs à la fois prévisible, lissée et programmée serait de l'intérêt de l'entreprise et de son propriétaire. La commission estime

¹⁶ Tarifs de vente aux clients non éligibles et aux clients qui sont juridiquement éligibles mais qui ont décidé de ne pas exercer leur éligibilité, tarifs de transport et de distribution aux clients éligibles.

¹⁷ Sur la base d'un multiple de 7 à 7,5.

¹⁸ Sur la base d'un multiple de 7 à 7,5.

qu'il doit être possible de trouver un mode de fixation des tarifs qui permette à la fois de couvrir les coûts d'EDF (y compris pour le renouvellement futur du parc) et de faire profiter ses clients de la compétitivité du nucléaire en leur offrant une progression moins erratique que celle qui apparaît sur les prix de gros. Certains membres de la commission ont manifesté de l'inquiétude sur ce point, craignant que les clients d'EDF, tant les entreprises que les ménages, ne soient pénalisés par une hausse des tarifs, tout en reconnaissant que leur niveau actuel était inférieur à leur moyenne de long terme. Certains membres de la commission ont souhaité rappeler que les tarifs devaient couvrir l'ensemble des coûts de long terme.

Demeure la CSPE, destinée à couvrir les obligations de service public qui pèsent sur EDF sur le fondement d'une compensation intégrale de leur coût qui doit être isolé et identifié. Cette contribution ne semble avoir joué qu'imparfaitement son rôle jusqu'à présent, comme l'illustre la baisse des tarifs imposée à EDF au 1^{er} janvier 2004 pour compenser la hausse simultanée de la CSPE.

- **Les grandes options stratégiques qui seront retenues vont déterminer l'ampleur du besoin en fonds propres**

Au delà des axes structurants qu'il apparaît difficile de remettre en cause compte tenu de leur importance considérable pour EDF, et des facteurs internes ou exogènes qui peuvent diminuer l'ampleur d'un besoin de renforcement des fonds propres, l'élément clef sera naturellement la stratégie retenue par l'entreprise et les investissements lourds qu'elle serait amenée à faire en ce sens.

La commission a examiné trois grandes options qui conditionnent le besoin de renforcement en fonds propres, non dans ses modalités ni dans son chiffrage précis, mais dans son enveloppe globale. Certains membres de la commission ont exprimé une préférence pour l'une ou l'autre de ces options. Tous s'accordent sur la nécessité de présenter au personnel de l'entreprise un projet mobilisateur, de l'expliquer et de convaincre les salariés du bien-fondé des décisions que l'entreprise prendra. Des désaccords en revanche sont apparus sur les choix de fond. La commission a exprimé une préférence pour l'un des scénarii, rappelant encore une fois qu'il n'est pas de sa mission de définir une stratégie pour EDF et qu'il revient à l'entreprise, en concertation avec son actionnaire, de proposer à ses organes sociaux de le faire.

- **La question du gaz et l'éventualité d'une fusion entre EDF et Gaz de France**

L'éventualité d'une fusion entre EDF et Gaz de France a été examinée sous ses aspects juridiques comme sous un angle industriel. Si certains membres de la commission ont exprimé un attachement de principe à cette idée de fusion, la commission a plutôt relevé les risques juridiques et les inconvénients stratégiques que présenterait cette opération.

Sur les aspects juridiques, la commission a entendu l'analyse du cabinet Bredin-Prat et en a retenu qu'une fusion entre EDF et Gaz de France relèverait très probablement de la compétence de la Commission européenne au titre des concentrations. Schématiquement, les raisons en sont que :

- l'opération serait une concentration, dans la mesure où elle susciterait un changement de contrôle résultant de la fusion de deux entités économiques indépendantes dotées

d'un pouvoir de décision autonome ; cette autonomie s'appréciant grâce à quatre critères tous réunis en l'espèce, l'absence de stratégie coordonnée, l'absence de compensation des pertes et des profits, l'existence d'organes sociaux et de dirigeants distincts, l'absence de politique commerciale coordonnée ;

- l'opération relèverait des instances communautaires par l'application mécanique des seuils de compétence¹⁹, aucune analyse qualitative n'étant effectuée à ce stade ;
- l'opération serait suspendue jusqu'à l'issue de son examen par la Commission, ce qui peut susciter un délai maximal d'un an.

Dans l'hypothèse toutefois où l'opération pourrait être traitée par les autorités nationales, le débat a mis en évidence que l'issue ne serait pas nécessairement plus « favorable » à la fusion.

Par ailleurs, les modalités de la fusion de deux entreprises publiques pourraient faire considérer cette opération comme une aide d'Etat. Cette éventualité ne peut être totalement exclue et susciterait alors des difficultés très sérieuses de mise en œuvre, la procédure européenne de contrôle des aides d'Etat n'étant pas limitée dans le temps.

Se pose enfin la question des conséquences de la fusion sur le plan de la concurrence dans les différents marchés concernés : le critère qui s'applique désormais est celui de savoir s'il existe une restriction à la concurrence effective sur chacun des marchés concernés par l'opération. Malgré l'ouverture des marchés ou leur harmonisation, le périmètre retenu est encore fréquemment le marché national. Ce serait vraisemblablement le cas en l'espèce comme l'indique la pratique décisionnelle de la Commission européenne sur ces sujets (à titre d'illustration, la CRE estime clairement dans son rapport 2004 que le marché de l'électricité est encore un marché national).

Dans un schéma EDF-Gaz de France, les positions observées sur les différents marchés sont écrasantes (parts de marché estimées entre 79% et 97%). Les effets de restriction de concurrence seraient manifestes sur chacun des marchés concernés, qu'il s'agisse d'effets horizontaux, verticaux ou « congloméraux » la fusion apparaissant comme un frein à l'accroissement de l'ouverture du marché français.

L'analyse est toutefois plus contrastée si l'on raisonne à l'échelle européenne, hors du marché domestique. La fusion ne se heurterait pas aux mêmes obstacles en droit de la concurrence car elle entraînerait peu de chevauchements de parts de marché, les deux groupes n'étant pas présents sur les mêmes zones.

Au total, si la Commission européenne mène une analyse de cet ordre, elle pourrait être amenée à demander des contreparties importantes aux deux entreprises à tous les niveaux de la chaîne de valeur énergétique et notamment sous la forme de cessions de capacités de production. L'étude de Bredin-Prat table sur des cessions d'actifs minimales de l'ordre de 15% pour chacun des acteurs, nécessairement au profit d'un acquéreur susceptible de jouer un rôle de concurrent de la nouvelle entité, donc sans doute un seul acteur, d'origine étrangère. Ainsi, une fusion entre EDF et Gaz de France pourrait avoir pour effet de faire entrer, sur le marché français, un acteur puissant, qui viendrait concurrencer la nouvelle entité.

¹⁹ Chiffre d'affaires combiné supérieur à 5 Md euros ; chiffre d'affaires individuel dans l'Union de plus de 250 M euros, à moins que chacune des entreprises ne réalise plus des deux tiers de son chiffre d'affaires dans un seul Etat-membre auquel cas l'opération serait examinée par les autorités nationales.

Tout en reconnaissant les difficultés quasi-dirimantes que susciterait une fusion dans les circonstances actuelles, certains membres de la commission ont noté que les pertes de marché que subiront inéluctablement EDF et Gaz de France pourraient aboutir à une situation différente dans les années à venir, dans laquelle une fusion serait plus facile à mettre en œuvre. Ils ont manifesté leur souhait qu'aucune décision ne soit prise aujourd'hui qui puisse empêcher cette opération d'être alors réalisée.

Sur un plan industriel d'ailleurs, EDF et Gaz de France ne trouveraient pas nécessairement leur intérêt à ce mariage. Les présidents des deux sociétés ont ainsi exprimé, dans une lettre commune au Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie²⁰ remise aux membres de la commission, leur préférence pour des coopérations éventuelles au cas par cas. Ils redoutent que la Commission européenne, si elle était saisie de ce dossier, n'impose des cessions encore plus amples que celles qu'anticipent le cabinet Bredin-Prat.

Surtout, les deux présidents mettent en avant les conséquences majeures qu'auraient ces cessions sur le plan social, les personnels des activités cédées devant être transférés avec les activités. Ils soulèvent l'absence d'intérêt stratégique du rapprochement des deux groupes alors que les synergies sont déjà largement mises en œuvre à travers EDF-Gaz de France Distribution, que le choix du nucléaire en France est réaffirmé de manière constante, ce qui laisse peu de place pour le développement d'une production électrique à partir de gaz naturel, et que les positions internationales des deux entreprises ne coïncident pas sur un plan géographique : il n'y aurait pas de synergies en Allemagne où EnBW s'approvisionne auprès d'ENI (sauf à envisager des apports de gaz par le gazoduc MEGAL mais qui sont impraticables aujourd'hui), ni au Royaume-Uni (les actifs de Gaz de France sont déjà contractés et rien ne serait disponible pour EDF Energy), ni en Italie (Gaz de France n'a pas de gaz disponible pour le moment).

Au total, EDF a exprimé sa préférence pour un développement ambitieux dans le gaz mais qui ne passe pas par une fusion avec Gaz de France.

L'entreprise estime qu'il est vital d'acquiescer une position importante dans le gaz pour bénéficier (1) de synergies entre gaz et électricité sur les positions actuelles du groupe (approvisionnement en gaz pour les filiales européennes d'EDF et pour Dalkia, développement d'une offre duale), (2) de meilleures capacités de négociations et donc de bonnes conditions d'achat et (3) du relais de croissance qu'offre le marché du gaz. Elle constate par ailleurs que ses principaux concurrents ont effectué des investissements massifs dans ce secteur durant les dernières années (plus de 30 Md euros entre 2002 et 2004 pour les trois plus grands électriciens concurrents d'EDF).

Aussi, EDF envisage plusieurs options qui tablent toutes sur un effort d'investissement dans le gaz significativement accru dans les années à venir et situé principalement hors de France. La commission s'est interrogée non pas tant sur la pertinence de ce choix, les bénéfices d'une présence gazière lui ayant parus clairs, que sur l'ampleur des investissements envisagés. Entre une acquisition majeure (impact de 7 à 11 Md euros pour un EBITDA additionnel de l'ordre d'1 Md euros) ou une série de projets successifs (5 à 7 Md euros d'investissements entre 2005 et 2007 pour construire une position puis une enveloppe de 2 à 4 Md d'euros

²⁰ Lettre du 7 octobre 2004.

d'investissements récurrents au delà pour un EBITDA additionnel du même ordre que dans la première option), les estimations d'EDF paraissent effectivement élevées.

La commission a débattu à plusieurs reprises des ambitions gazières d'EDF pour arriver à la conclusion que le scénario présenté par l'entreprise était très ambitieux, peut-être même trop ambitieux pour certains, et qu'il devait être considéré comme un cadrage maximal, les décisions au cas par cas relevant de l'entreprise en concertation avec son actionnaire et à l'issue d'une instruction approfondie. Un renoncement à tout projet gazier, facteur de risque important pour EnBW notamment, se traduirait par une diminution du besoin en fonds propres de 1 Md euros.

- Un scénario de repli maîtrisé sur la France et l'Allemagne présenterait des inconvénients industriels sans juguler le besoin de renforcement des fonds propres

Afin d'identifier son besoin minimal en fonds propres, EDF a étudié un scénario de repli qui limite un éventuel besoin de renforcement des fonds propres en restreignant strictement le développement du groupe tout en conservant un projet gazier significatif. Malgré ses inconvénients industriels et stratégiques, ce scénario n'est pas caricatural et l'entreprise pourrait tout à fait décider de le mettre en œuvre.

Les hypothèses du chiffrage sont les suivantes :

- pour l'outil industriel en France, des investissements supérieurs de 10% environ à leur niveau actuel, qui comprennent le financement de l'EPR²¹ et de nouveaux moyens de production (turbines à gaz et CCG) et la recherche d'un niveau de qualité supérieur au standard européen sur les réseaux de distribution ;
- pour EDF Transport, on retient l'hypothèse d'une détention de 100% ;
- pour les services, l'hypothèse retenue est celle d'un renforcement modéré de la position d'EDF ;
- en Europe, ce scénario se limite à une présence en Allemagne avec le financement de l'exercice des puts EnBW ; il inclut la cession des autres participations (EDF Energy et position italienne) ;
- hors d'Europe, le scénario prévoit un désengagement total avec le seul maintien d'une présence non capitalistique en Chine ;
- sur le gaz, on suppose ici une enveloppe d'investissements de 4 Md euros sur la période pour la construction d'une position gazière en plusieurs étapes ;
- en termes de gains de productivité, EDF retient le programme présenté à la commission sur le périmètre réduit du groupe, soit 1,7 Md euros en 2007 ;
- sur les prix de gros, l'hypothèse est très prudente mais sur les tarifs, EDF inclut une hausse de 6,7% sur la période en trois étapes.

Avec ces hypothèses, le scénario de repli se traduit par une division par deux de la dette financière nette entre 2004 et 2007 sous l'effet principalement des cessions effectuées. En parallèle, s'observe une forte baisse des fonds propres dans un premier temps, sous l'effet de la réforme du financement des retraites, puis la reconstitution de ces fonds propres au rythme des résultats non distribués de l'entreprise (forte amélioration entre 2005 et 2007 grâce à

²¹ En l'absence de décisions de partenariat au moment de la rédaction du rapport, on suppose qu'EDF supporte la totalité du coût de la tête de série.

l'amélioration de la rentabilité). Au final, en 2007, les ratios d'EDF (mesurés par hypothèse selon la méthodologie de S&P) seraient en retrait par rapport à la médiane des comparables²².

Au vu de la dégradation de ses ratios financiers et compte tenu des risques évoqués en partie 2 de ce rapport, EDF estime qu'un renforcement des fonds propres à hauteur de 5 à 7 Md euros serait nécessaire. Avec un tel renforcement, les ratios financiers d'EDF – à l'exception du gearing comptable - rejoindraient la médiane des comparables.

Le repli ne supprime donc pas la nécessité d'augmenter les fonds propres d'EDF.

Ce scénario présente en outre des inconvénients sur le plan industriel et stratégique : il suppose qu'EDF renonce à compenser les pertes de marchés qu'il ne peut manquer de subir sur son marché domestique autrement que sur l'Allemagne, ce qui peut n'être pas suffisant pour maintenir la place du groupe parmi les plus grands énergéticiens européens. Dans le cas où la Commission européenne imposerait la cession de parts de marché ou d'actifs en France, risque abordé en partie 1 de ce rapport, le repli d'EDF sur ses positions de base rendrait alors le groupe beaucoup plus sensible et vulnérable. Enfin, ce choix ne serait pas réversible dans le contexte actuel de structuration et de consolidation du secteur. EDF pourrait se trouver durablement isolé par rapport aux grands européens du secteur ce qui rendrait beaucoup plus difficile pour la France la promotion de son modèle en Europe.

- La poursuite d'un scénario de développement centré sur l'Europe suppose un renforcement plus élevé des fonds propres

Le scénario de développement ambitieux mais maîtrisé et centré sur l'Europe, comme le schéma de repli, est à la fois « encadrant » et réaliste : c'est un scénario porteur pour EDF, qui traduit une ambition importante, certes mobilisatrice pour le groupe mais exigeante sur le plan financier et qui ne saurait être menée sans des efforts internes à la mesure de l'ampleur des projets envisagés. Il se distingue du repli par le développement des positions européennes d'EDF, la préservation d'un portefeuille international ciblé hors d'Europe et des ambitions gazières plus élevées.

Les hypothèses du chiffrage sont donc identiques à celles du scénario de repli pour ce qui concerne les investissements consacrés à l'outil industriel en France, les gains de productivité (seul le périmètre sur lequel ces gains sont effectués varie), les tarifs, les prix de gros et les services. En revanche, d'autres hypothèses sont divergentes :

- pour EDF Transport, on suppose qu'EDF conserve 67% avec une consolidation ;
- en Europe le scénario comprend (1) le maintien de la position au Royaume-Uni, (2) la montée au capital d'EnBW en Allemagne, les puts étant exercés rapidement, (3) la détention à terme de 50% ou 51% d'Edison consolidé par intégration globale ;
- hors d'Europe, le scénario prévoit un recentrage avec le maintien de quelques investissements dans les PECO et une présence en Chine sans développement capitalistique avant 2007 (prestations intellectuelles) ;
- sur le gaz, l'enveloppe d'investissements est portée à 6 Md euros sur la période.

Ce scénario comporte naturellement des aléas, comme l'éventualité de contreparties qui pourraient être demandées par les autorités de la concurrence à l'occasion du renforcement

²² Iberdrola, Endesa, E.On, Enel et RWE.

des positions notamment en Italie. Certains membres de la commission ont estimé que cet aléa serait probablement minimisé par une éventuelle ouverture du capital d'EDF.

La mise en œuvre de ce scénario suscite une aggravation de la dette nette d'EDF dès 2005 en raison de l'investissement en Italie, de l'exercice du premier put EnBW et des premiers investissements gaziers, la dette nette se réduisant ensuite mais demeurant sensiblement supérieure en 2007 à son niveau actuel. Les fonds propres ne subiraient pas d'impact direct du fait des acquisitions (à l'exception de la perte de valeur résultant d'une montée au capital d'Edison) mais souffrent de l'effet de la réforme du financement des retraites ; ils se reconstituent progressivement après 2005 au rythme des résultats non distribués, dont on peut relever qu'il est, à cet horizon de temps, grossièrement le même dans le scénario de développement que dans le scénario de repli. Au final, en 2007, les ratios d'EDF (mesurés par hypothèse selon la méthodologie de S&P) seraient très dégradés par rapport à la médiane des comparables.

Compte tenu de ces ratios et des risques identifiés par l'entreprise, dont la probabilité d'occurrence n'est pas avérée pour tous mais qui ne peuvent être omis dans le pilotage financier du groupe, EDF estime qu'un renforcement des fonds propres à hauteur de 8 à 11 Md euros permettrait de financer ce scénario de développement. Les ratios du groupe, après un tel renforcement, se rapprocheraient de la médiane des comparables.

Une analyse strictement stratégique et industrielle ne peut manquer de trouver ce scénario séduisant car il garantit la place d'EDF parmi les plus grands énergéticiens européens, lui offre la capacité de répondre au développement de la concurrence sur le marché français, lui permet de bénéficier de synergies avec ses filiales.

En revanche, si ces estimations étaient confirmées par l'analyse approfondie des diverses options qu'EDF mènera ultérieurement, ce schéma serait très exigeant sur le plan financier. Pour modérer ce constat, EDF indique qu'une gestion passive de l'entreprise au fil de l'eau (simple projection sur les années à venir des engagements déjà pris et des actions déjà engagées par l'entreprise) induirait un besoin de renforcement des fonds propres encore supérieur d'environ 5 Md euros selon ses premières estimations.

La commission a été sensible aux avantages stratégiques de ce scénario ; l'ensemble de ses membres s'est déclaré favorable à un développement ambitieux mais maîtrisé d'EDF à l'échelle européenne. Cette unanimité en faveur d'un développement européen ne va pas de pair avec une adhésion de principe aux bienfaits d'une intensification de la concurrence en Europe ni avec une approbation de chacune des options envisagées par EDF ; des réserves ont été formulées notamment sur l'opération italienne, jugée particulièrement risquée compte tenu des aspects politiques du dossier.

La commission a soulevé toutefois l'importance du besoin de renforcement des fonds propres envisagé par EDF dans l'absolu, mais également au regard des capacités de l'entreprise à générer des gains de productivité et donc à accroître elle-même ses fonds propres et par rapport aux capacités d'absorption le cas échéant, du marché financier et à l'impératif de valorisation optimale du patrimoine de la collectivité nationale. En effet, dans l'optique où un recours aux marchés serait envisagé, il importe de conserver à l'esprit que la taille de l'opération est potentiellement très élevée par rapport aux émissions couramment observées et qu'une telle introduction ne saurait se faire dans des conditions de prix dégradées pour la collectivité nationale, aujourd'hui seul actionnaire d'EDF. Les banquiers entendus par la

commission se sont montrés confiants dans l'accueil que le marché pourrait réserver à une telle opération sous réserve que l'Etat ait pu donner davantage de prévisibilité à l'évolution des tarifs qui conditionnent l'évolution des recettes de l'entreprise et, surtout, que cette dernière soit en mesure de démontrer sa capacité à réaliser des gains de performance.

* * *

Au total, quels que soient les choix qui seront effectués par EDF sur un plan stratégique, un besoin de renforcement des fonds propres apparaît.

Si l'entreprise se limite au financement des besoins dont l'importance industrielle est la plus considérable (entretien et développement de l'outil industriel en France, maintien d'une participation dans le gestionnaire du réseau de transport, maintien d'une présence stratégique majeure en Allemagne), l'ampleur du renforcement nécessaire est naturellement minimisée. Mais EDF prend alors le risque de jouer un rôle de second ordre à l'avenir, face à des concurrents allemands ou italiens bien plus puissants, sans être préservé de la menace éventuelle d'un démantèlement qui serait motivée par l'importance de sa position sur le marché domestique.

L'option d'un développement centré sur l'Europe donne une vraie ambition à EDF et à son personnel, en lui offrant les opportunités nécessaires pour préserver sa place de leader européen ; en contrepartie, ce schéma exige un renforcement significatif des fonds propres, dont l'ampleur devra être confirmée par une analyse approfondie des projets et de leur impact financier. Ce choix suppose que l'Etat puisse donner un caractère prévisible et économiquement fondé à l'évolution des tarifs et qu'EDF s'engage avec fermeté dans un programme de gains de productivité à la mesure de ses ambitions stratégiques.

Conclusion

L'ouverture à la concurrence et l'intégration progressive des marchés européens de l'électricité modifient profondément le contexte dans lequel s'élabore et se met en œuvre la stratégie de tous les grands énergéticiens européens. C'est dans ce cadre que la commission a conduit ses travaux, même si certains de ses membres ont exprimé leurs inquiétudes face à une évolution qu'ils jugent inadaptée pour un bien aussi spécifique et essentiel qu'est l'électricité.

En tout état de cause, EDF apparaît comme un élément essentiel de la politique énergétique française et les choix stratégiques à venir seront aussi déterminants pour l'entreprise elle-même que pour les intérêts nationaux.

Grâce aux positions solides dont il dispose sur son marché domestique, EDF demeure un des leaders du secteur de l'énergie en Europe. Cet ancrage historique ne pourra toutefois perdurer dans sa forme actuelle compte tenu de l'essor prévisible de la concurrence, qu'un réalignement des tarifs devrait également favoriser.

En outre, le groupe affiche une structure financière fragilisée par la dégradation continue de sa rentabilité opérationnelle en France, les conséquences de l'expansion internationale et la mise en œuvre des normes IFRS. A cet égard, la commission a considéré que le maintien d'une situation financière déséquilibrée ne permettrait pas à EDF de financer son développement sans prendre de risques.

Dans la limite du champ qui est le sien, la commission a reconnu la pertinence de quelques projets prioritaires et déconseillé le recours à certaines options parmi lesquelles une fusion entre EDF et Gaz-de-France.

Sur ce point, la commission a été sensible aux risques juridiques qui entoureraient une fusion et, surtout, à l'absence d'intérêt stratégique de cette opération pour chacun des deux groupes. Une fusion avec Gaz-de-France comporterait un risque de lourdes contreparties et ne répondrait pas aux objectifs de la politique gazière d'EDF principalement en raison de l'absence de complémentarité géographique entre les deux opérateurs.

En revanche, la commission a considéré que le renouvellement du parc de production et le maintien de la qualité de la fourniture d'électricité en France étaient deux objectifs prioritaires pour l'entreprise voire pour la Nation, au titre de la garantie de l'indépendance énergétique et de la sécurité d'approvisionnement du pays.

De même, la commission a retenu l'échelle européenne comme étant le cadre géographique le plus pertinent pour le développement international d'EDF.

Un repli sur la France et l'Allemagne a été étudié dans l'optique de minimiser un éventuel besoin de financement : il est apparu à la commission que ce scénario ne serait pas en mesure d'éviter un besoin de renforcement des fonds propres, et qu'il pourrait s'avérer contraire aux intérêts de l'entreprise et de la France dans le contexte actuel de consolidation et de mise en place d'un fonctionnement concurrentiel du marché de l'électricité à l'échelle européenne.

Un développement à l'échelle européenne est beaucoup plus pertinent sur un plan stratégique et industriel mais susciterait un besoin de financement nettement plus important.

Compte tenu de la structure financière actuelle du groupe, il est apparu que ce besoin devrait être comblé par des fonds propres plutôt que par de la dette. Sous réserves que les premières estimations fournies par EDF à la commission soient confirmées, le besoin de fonds propres serait de 5 à 7 Md euros dans le cas d'un repli mais de 8 à 11 Md euros dans le cadre d'un développement à l'échelle européenne.

Quel que soit le scénario retenu, EDF devra dégager une part des ressources nécessaires grâce à des efforts de productivité à la mesure de ses ambitions stratégiques. De son côté, l'Etat devra conférer à l'évolution des tarifs de l'électricité une prévisibilité dont l'importance est majeure pour EDF, ses clients et, le cas échéant, le marché financier. Plusieurs membres de la commission ont également exprimé de fortes attentes pour que l'Etat participe autant que faire se peut à la définition d'un cadre dans lequel EDF se développe avec mesure et ambition, par une intervention sur le dossier italien et par une défense ferme des positions françaises sur le nucléaire au sein des instances européennes.

*

*

Au total, sans préjuger des décisions qui seront prises sur la stratégie d'EDF par les instances compétentes avec l'accord de l'actionnaire, et sur la nature des ressources à mobiliser, la commission est arrivée aux conclusions suivantes :

- sur un plan stratégique, la commission a estimé que le développement d'EDF devait être centré sur l'Europe et mené avec ambition et maîtrise pour permettre au groupe de renforcer sa place parmi les leaders, ce qui est de l'intérêt commun d'EDF et de la France ;
- sur le plan financier, la commission a constaté qu'un renforcement des fonds propres d'EDF était inévitable quelle que soit la stratégie qui sera arrêtée.