



# ATTESTATION D'EQUITE

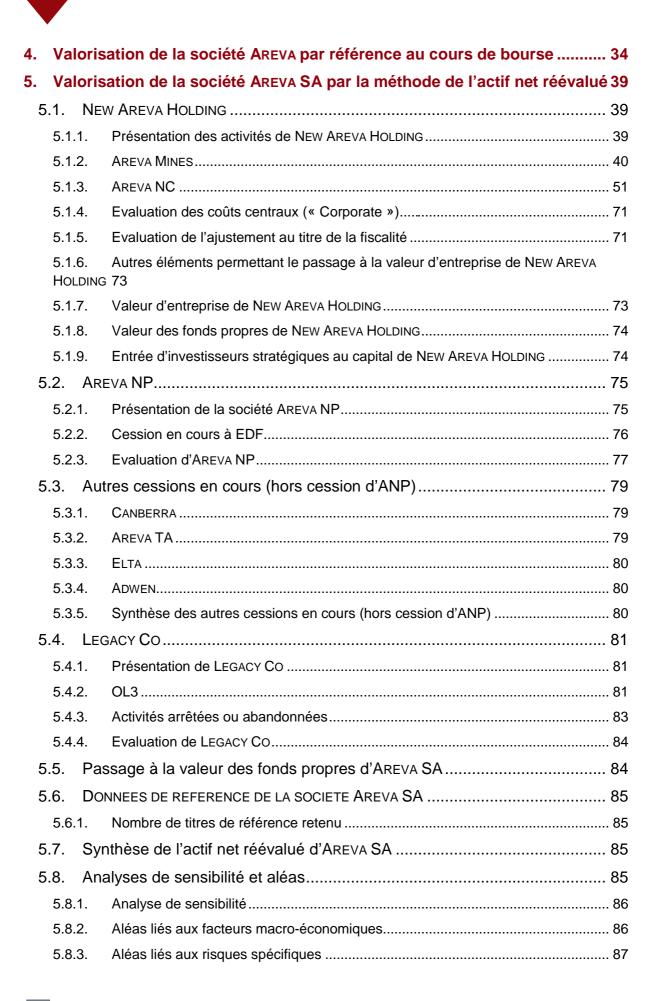
Augmentation de capital réservée

12 janvier 2017



# Sommaire

| 1. | Pre   | esen  | tation de l'operation                                                  | . 5 |
|----|-------|-------|------------------------------------------------------------------------|-----|
|    | 1.1.  | Cor   | ntexte de l'opération                                                  | . 5 |
|    | 1.2.  | Mis   | sions du cabinet FINEXSI                                               | 12  |
|    | 1.3.  | Dilig | gences effectuées dans le cadre de l'augmentation de capital d'AREVA   |     |
|    | réser |       | à l'Etat français                                                      | 13  |
| 2. | Pré   | sen   | tation du groupe AREVA                                                 | 14  |
|    | 2.1.  | Pré   | sentation de la Société et du groupe AREVA                             | 14  |
|    | 2.1.  | 1.    | Historique du Groupe                                                   | 15  |
|    | 2.1.  | 2.    | Présentation des activités du groupe AREVA                             | 15  |
|    | 2.2.  | Pré   | sentation financière des activités                                     | 18  |
|    | 2.2.  | 1.    | Performance des activités du Groupe                                    | 18  |
|    | 2.2.  | 2.    | Performance financière consolidée du Groupe                            | 19  |
|    | 2.3.  | Res   | structuration du groupe AREVA et continuité d'exploitation             | 20  |
|    | 2.3.  | 1.    | Recentrage stratégique sur le cycle du combustible                     | 20  |
|    | 2.3.  | 2.    | Augmentations de capital                                               | 21  |
|    | 2.3.  | 3.    | Situation financière du Groupe à fin juin 2016 et approche des risques | 23  |
|    | 2.4.  | Rap   | ppel sur le secteur de l'énergie nucléaire                             | 26  |
|    | 2.4.  | 1.    | L'énergie nucléaire                                                    | 26  |
|    | 2.4.  | 2.    | Les tendances du secteur                                               | 27  |
|    | 2.4.  | 3.    | Rappel sur la règlementation en matière nucléaire                      | 30  |
| 3. | Mé    | thod  | les d'évaluation des actions de la société AREVA SA                    | 31  |
|    | 3.1.  | Mét   | hodes d'évaluation écartées                                            | 31  |
|    | 3.1.  | 1.    | L'actif net comptable consolidé                                        | 31  |
|    | 3.1.  | 2.    | Actualisation des flux de trésorerie futurs                            | 31  |
|    | 3.1.  | 3.    | Méthode des comparables boursiers et de transactions                   | 31  |
|    | 3.1.  | 4.    | Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société         | 32  |
|    | 3.1.  | 5.    | La valeur de rendement                                                 | 32  |
|    | 3.1.  | 6.    | Valeur liquidative                                                     | 32  |
|    | 3.2.  | Mét   | hodes d'évaluation retenues                                            | 32  |
|    | 3.2.  | 1.    | La référence au cours de bourse d'AREVA                                | 32  |
|    | 3.2.  | 2.    | L'actif net réévalué d'AREVA SA (ANR)                                  | 33  |
|    | 3.2.  | 3.    | Objectifs de cours des analystes (à titre informatif)                  | 34  |







| 6. Ob  | pjectifs de cours des analystes (à titre indicatif)                                                                                | 88 |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 6.1.   | Etude au 15 juin 2016                                                                                                              | 89 |
| 6.2.   | Etude au 30 décembre 2016                                                                                                          | 89 |
| 7. Sy  | nthèse de la valorisation de la société AREVA SA                                                                                   | 90 |
|        | préciation sur le caractère équitable du prix retenu pour l'au<br>pital et avis sur le caractère équitable du prix retenu en cas d | •  |
| Publiq | ue de Retrait et de Retrait Obligatoire                                                                                            | 90 |
| Annex  | e 1                                                                                                                                | 92 |
| Anney  | e 2                                                                                                                                | 00 |





# 1. Présentation de l'opération

# 1.1. Contexte de l'opération

Il ressort du projet d'actualisation du document de référence 2015 établi en date du 12 janvier 2017 par la société AREVA SA (ci-après « AREVA » ou « la Société »), les informations suivantes.

Il est précisé que la société NEW AREVA HOLDING est également désignée ci-après par NEWCO.

## Mise en œuvre de la feuille de route stratégique et du Projet de Restructuration du Groupe

« Afin de restaurer sa compétitivité et d'assainir sa situation financière, le Groupe a conçu et entamé la mise en œuvre du Projet de Restructuration, en cohérence avec la « feuille de route » 2016-2020 présentée au marché le 15 juin 2016.

Le Projet de Restructuration comprend les trois principaux volets suivants :

- la filialisation des activités du cycle du combustible nucléaire (comprenant les activités Mines,
   Amont et Aval) au sein de l'entité NewCo, filiale détenue à 100% par AREVA;
- des augmentations de capital au niveau d'AREVA et de NewCo pour un montant global de l'ordre de 5 milliards d'euros ; et
- des cessions d'actifs afin de se désengager de certaines activités et de se recentrer sur les activités du cycle du combustible nucléaire. ».

### Filialisation des activités du cycle du combustible nucléaire au sein de NEWCO

« La filialisation a consisté à apporter à l'entité NewCo - au sein de laquelle des investisseurs stratégiques auront vocation à investir aux côtés de l'Etat - les activités du cycle du combustible nucléaire (comprenant les activités Mines, Amont et Aval).

A ce titre, un traité d'apport partiel d'actifs, approuvé par le Conseil d'Administration de la Société, a été signé entre la Société et NewCo le 30 août 2016, prévoyant, sous réserve de la réalisation de certaines conditions suspensives, le transfert, par voie d'apport partiel d'actifs soumis au régime des scissions, par la Société à NewCo de l'ensemble des actifs et passifs liés à son activité du cycle du combustible nucléaire ainsi que l'ensemble des dettes obligataires arrivant à échéance à compter de 2017 et les directions centrales associées (l'« Apport »). Il est rappelé que le traité d'apport partiel d'actifs a été mis à la disposition des actionnaires conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables.

La rémunération de l'Apport a été déterminée sur la base d'une valeur réelle des actifs et passifs apportés d'un montant de l'ordre de 1,4 milliard d'euros (valorisant NewCo à un montant de l'ordre de 2 milliards d'euros à l'issue de l'Apport, après prise en compte de l'intégration fiscale).

Les porteurs d'obligations émises par AREVA à échéance 2017, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024, réunis en assemblées générales, et le porteur unique de la souche 2018 ont approuvé l'Apport, respectivement le 19 septembre 2016 et le 27 septembre 2016.



Le 3 novembre 2016, les actionnaires d'AREVA, réunis en assemblée générale extraordinaire, ont également approuvé l'Apport, le projet de traité d'apport partiel d'actifs conclu entre AREVA et NewCo, ainsi que l'évaluation et la rémunération de l'Apport et consenti une délégation de pouvoirs au Conseil d'Administration pour constater la réalisation définitive de l'Apport. L'Apport et l'augmentation de capital corrélative de NewCo ont en outre été approuvés par les actionnaires de NewCo le 3 novembre 2016.

La réalisation définitive de l'Apport est intervenue le 10 novembre 2016, donnant lieu à une augmentation du capital de NewCo d'un montant de 44.580.555 euros. »

# Accords de la Commission européenne sur le Projet de Restructuration

« Le 29 avril 2016, les autorités françaises ont notifié à la Commission européenne une mesure d'aide à la restructuration qu'elles envisagent d'accorder au Groupe en application des lignes directrices sur les « aides au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers ». Cette notification se fonde sur le Projet de Restructuration qui vise à restaurer la compétitivité et la viabilité à long terme du Groupe.

D'un montant global maximum de 4,5 milliards d'euros, le projet d'aide à la restructuration prend la forme d'une double augmentation de capital par voie d'injection de capitaux publics, d'une part au niveau d'AREVA, à hauteur de 2 milliards d'euros, et d'autre part au niveau de NewCo, à hauteur d'un montant maximum de 2,5 milliards d'euros.

Le 19 juillet 2016, en application des règles procédurales en matière d'aide d'Etat, la Commission européenne a ouvert une procédure formelle d'examen concernant les mesures envisagées, en demandant notamment aux autorités françaises qu'elles lui apportent des éclaircissements sur le retour à la viabilité du Groupe, la façon dont il contribuerait aux coûts de sa restructuration, et entendait remédier aux éventuelles distorsions de concurrence éventuelles pouvant résulter le cas échéant des recapitalisations envisagées. Cette décision a été publiée au Journal Officiel de l'union européenne le 19 août 2016 afin de permettre à tout tiers intéressé (tels notamment des concurrents, fournisseurs, ou clients du Groupe) de soumettre à la Commission européenne les observations qu'il pourrait avoir à cet égard.

Le 10 janvier 2017, au terme de l'instruction du dossier par la Commission européenne, cette dernière, constatant notamment (i) que les mesures d'aide envisagées permettent le retour à la viabilité à long terme du Groupe, (ii) que le Groupe contribue de façon significative aux coûts de sa restructuration et (iii) que les mesures compensatoires proposées par le Groupe sont suffisantes et adéquates, a autorisé la participation de l'Etat français aux augmentations de capital d'AREVA et de NewCo à hauteur d'un montant de 4,5 milliards d'euros maximum (2 milliards d'euros en faveur d'AREVA et 2,5 milliards d'euros maximum en faveur de NewCo).

L'autorisation de la Commission européenne est conditionnée à la réalisation des deux conditions préalables suivantes :

- la conclusion de l'Autorité de Sûreté Nucléaire (l' « ASN ») sur les résultats du programme de justification concernant la problématique de ségrégation carbone identifiée dans les pièces de la cuve du réacteur EPR du projet Flamanville 3, sans remise en cause de l'aptitude au service des pièces de la cuve du fait de cette ségrégation, ou, alternativement, une décision d'EDF, notifiée au Groupe en vue de la cession de New NP, de lever la clause suspensive relative au réacteur EPR du projet Flamanville 3 pour



- ce qui concerne la ségrégation carbone identifiée dans les pièces de la cuve de ce réacteur; et
- l'autorisation par la Commission européenne de l'opération de concentration entre EDF et New NP.

L'autorisation de la Commission européenne est par ailleurs assortie d'un certain nombre d'engagements de la part du Groupe jusqu'à la fin de son plan de restructuration, c'est-à-dire fin 2019. Ceci couvre notamment l'obligation de ne pas procéder à des acquisitions de participations dans des entreprises qu'il ne contrôle pas déjà (à l'exception (i) d'un certain nombre de projets d'ores et déjà identifiés et (ii) après autorisation par la Commission européenne, des projets qui seraient nécessaires à son retour à la viabilité), et l'obligation de se désengager totalement des activités réacteurs et assemblages de combustible. A cette échéance, ni AREVA ni NewCo ne conserveront de lien capitalistique avec New NP.

Le 10 janvier 2017, la Commission européenne a également autorisé une aide au sauvetage sous la forme de deux avances en compte courant d'actionnaire de l'Etat français, l'une au profit d'AREVA d'un montant de 2 milliards d'euros, et l'autre au profit de NewCo d'un montant de 1,3 milliard d'euros, afin de permettre au Groupe de faire face à ses obligations financières jusqu'à la réalisation effective des augmentations de capital d'AREVA et de NewCo.

Ces avances en compte courant d'actionnaire, à valoir sur le montant des augmentations de capital réservées à l'Etat susvisées, seront remboursées par conversion de la créance de l'Etat en capital dans le cadre de ces augmentations de capital. »

## Engagements d'investisseurs stratégiques pour participer à l'augmentation de capital de NEWCO

« A l'issue d'une période de due diligence de plus de 6 mois, de visites de sites industriels et d'échanges multiples, des groupes industriels stratégiques de renommée internationale, ont fait part de leur intérêt de participer à l'augmentation de capital de NewCo, telle que décrite dans la Section « 2.3.4 Augmentations de capital d'AREVA et de NewCo » de la présente Actualisation, et ont formulé des offres à cette fin le 15 décembre 2016.

Ces investisseurs stratégiques se sont engagés à participer à l'augmentation de capital de NewCo à hauteur de 500 millions d'euros, correspondant à une participation cible de 10 %, et deviendront donc, sous réserve de la conclusion des accords définitifs et de la réalisation de l'augmentation de capital susvisée, les actionnaires de NewCo aux côtés de l'Etat français et de la Société.

AREVA, NewCo, l'Etat français et chacun des investisseurs stratégiques concernés vont désormais finaliser leurs discussions sur cette base, en vue de la conclusion des accords définitifs (accord d'investissement et pacte d'actionnaires) relatifs à leur entrée au capital de NewCo.»



#### Augmentations de capital d'AREVA et de NEWCO

# Augmentation de capital d'AREVA

« Dans le cadre du Projet de Restructuration du Groupe visant à restaurer sa compétitivité et assainir sa situation financière, AREVA envisage de réaliser une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, réservée à l'Etat français (l' « Augmentation de Capital Réservée »). Le Conseil d'Administration d'AREVA, réuni le 15 décembre 2016, a approuvé le principe de l'Augmentation de Capital Réservée et a décidé de convoquer une Assemblée Générale pour le 3 février 2017 en vue d'autoriser l'Augmentation de Capital Réservée. Le Conseil d'Administration d'AREVA s'est à nouveau réuni le 11 janvier 2017 afin de fixer les principaux termes et conditions, en ce compris le prix de souscription, de l'Augmentation de Capital Réservée.

Le projet d'Augmentation de Capital Réservée sera soumis à l'autorisation de l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires appelée à se tenir le 3 février 2017, en vue d'une réalisation après la levée des conditions auxquelles est assortie l'autorisation de la Commission européenne au titre de la réglementation européenne relative aux aides d'Etat [..].

Les projets de résolutions, ainsi que leurs objectifs, qui seront soumis à l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société convoquée pour le 3 février 2017 figurent en Annexe 1 de l'Actualisation [du document de référence].

Le montant total de l'Augmentation de Capital Réservée, prime d'émission incluse, s'élèverait à 1.999.999.998 euros (dont 111.111.111 euros de nominal compte tenu de la réduction de la valeur nominale des actions d'AREVA qui sera soumise à l'autorisation de l'Assemblée Générale Mixte du 3 février 2017 et 1.888.888.887 euros de prime d'émission), correspondant au produit du nombre d'actions nouvelles émises, soit 444.444.444 actions nouvelles, multiplié par le prix de souscription d'une action nouvelle, soit 4,50 euros.

[...]

L'Augmentation de Capital Réservée a pour objectif de permettre à AREVA de faire face, en complément des produits des cessions en cours, à ses besoins de trésorerie et notamment d'assurer le bon achèvement du projet OL3.

Sous réserve de la réalisation définitive de l'Augmentation de Capital Réservée, l'admission aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris des actions ainsi émises fera l'objet d'un prospectus qui sera soumis au visa de l'AMF. »

# Augmentation de capital de NewCo

« L'augmentation de capital de NewCo d'un montant global de 3 milliards d'euros a vocation à être souscrite par l'Etat français et par des investisseurs stratégiques, comme exposé à la Section « 2.3.3 Engagements d'investisseurs stratégiques pour participer à l'augmentation de capital de NewCo » de la présente Actualisation.

L'objectif de cette augmentation de capital est de permettre à NewCo de faire face à ses obligations financières et de se développer, avant d'être en mesure, à moyen terme, de se refinancer sur les marchés.

Le projet d'augmentation de capital de NewCo sera soumis à l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de NewCo appelée à se tenir le 3 février 2017. La réalisation de cette



augmentation de capital est soumise à la levée des conditions auxquelles est assortie l'autorisation de la Commission européenne au titre de la réglementation européenne relative aux aides d'Etat [...].

A l'issue de cette augmentation de capital et sous réserve de sa réalisation, AREVA détiendrait une participation minoritaire dans NewCo, de l'ordre de 40 % du capital et des droits de vote, entraînant de fait la perte de contrôle d'AREVA sur NewCo.

La réalisation de l'augmentation de capital de NewCo est en outre soumise à l'accord de tiers (dont les partenaires bancaires du Groupe) sur le changement de contrôle de NewCo et le changement de la nature de l'activité d'AREVA.

L'Etat français a confirmé le 11 janvier 2017 ses engagements à participer à l'Augmentation de Capital Réservée à hauteur de 2 milliards d'euros, ainsi qu'à l'augmentation de capital de NewCo à hauteur de 2,5 milliards d'euros maximum aux côtés d'investisseurs stratégiques, qui devraient concourir à hauteur de 500 millions d'euros. »

## Offre publique de retrait des actions d'AREVA

« Compte tenu de la perte de contrôle de NewCo induite par son augmentation de capital et, conformément aux dispositions de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, l'Etat a annoncé le 11 janvier 2017 son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire. Le prix de cette offre publique de retrait serait identique au prix d'émission de l'Augmentation de Capital Réservée, soit 4,50 euros par action, sous réserve qu'aucun évènement significatif, de nature à induire un changement de prix, à la hausse comme à la baisse, ne survienne d'ici au lancement de l'offre publique de retrait.

Le Conseil d'Administration d'AREVA a accueilli favorablement ce projet d'offre publique de retrait de l'Etat et remettra un avis motivé préalablement au dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF.

Conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration d'AREVA a désigné le 27 octobre 2016 le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant qui sera en charge d'apprécier le caractère équitable du prix de l'offre publique de retrait et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

Le projet d'offre publique de retrait reste soumis à la décision de conformité de l'AMF. »

# Fin des négociations avec TVO en vue de transférer le contrat OL3 d'AREVA NP vers AREVA SA

« Des discussions ont été engagées avec TVO en début d'année 2016 avec pour objectif principal d'obtenir l'accord de TVO sur le transfert au bénéfice d'AREVA du contrat relatif au projet de construction de la centrale EPR d'Olkiluoto 3 (« **OL3** ») et de conclure un accord transactionnel global permettant de mettre fin au contentieux arbitral opposant TVO au consortium AREVA - Siemens. Ces négociations n'ont pas permis d'aboutir à un accord et ont été suspendues.

En l'absence d'accord avec TVO, le contrat OL3 (à ce jour détenu par AREVA NP) n'a pas été transféré à AREVA et a donc été maintenu au sein du périmètre d'AREVA NP.



A la suite de la cession de ses activités, préalablement transférées à New NP, à EDF [...], AREVA NP, qui sera maintenue au sein du périmètre d'AREVA, conservera l'ensemble des ressources nécessaires à l'achèvement du projet OL3, dans le respect de ses obligations contractuelles. »

#### Cession des activités d'AREVA NP

« Faisant suite au protocole d'accord conclu le 28 juillet 2016, AREVA, AREVA NP et EDF ont signé le 15 novembre 2016 un contrat de cession fixant les termes et conditions de la cession d'une participation conférant à EDF le contrôle exclusif d'une entité dénommée à ce stade « New NP », filiale à 100 % d'AREVA NP, qui regroupera les activités industrielles, de conception et de fourniture de réacteurs nucléaires et d'équipements, d'assemblages de combustible et de services à la base installée du Groupe.

Le prix de cession pour 100 % du capital de New NP a été fixé à 2,5 milliards d'euros, hors les éventuels compléments et ajustements de prix.

Les contrats relatifs au projet OL3 et les moyens nécessaires à l'achèvement du projet, ainsi que la responsabilité attachée aux contrats échus relatifs à des pièces forgées dans l'usine du Creusot, et éventuellement non échus mais pour lesquels des anomalies graves auraient été identifiées et non résolues d'ici à la finalisation de la cession de New NP, seront maintenus au sein d'AREVA NP, et resteront donc dans le périmètre du Groupe.

Les obligations contractuelles qui seraient mises à la charge de New NP en cas de découverte d'anomalies résultant d'une défaillance du contrôle qualité de fabrication d'équipements à l'usine du Creusot, et le cas échéant aux usines de Saint Marcel et de Jeumont, resteront garanties par AREVA.

La réalisation de l'opération est prévue au second semestre 2017, sous condition, notamment, de l'obtention de conclusions favorables de l'ASN au sujet des résultats des essais concernant le circuit primaire du réacteur de Flamanville 3, de la finalisation et la conclusion satisfaisante des audits qualité dans les usines du Creusot, de Saint-Marcel et de Jeumont, ainsi que de l'approbation des autorités compétentes en matière de contrôle des concentrations et de sûreté nucléaire. Enfin, la réalisation de l'opération est conditionnée au transfert des activités d'AREVA NP, hors le contrat OL3 et certains contrats composants [...], au sein de l'entité New NP.

Des discussions avec les investisseurs stratégiques ayant exprimé leur intérêt pour entrer au capital de New NP aux côtés d'EDF devraient être prochainement engagées. La participation acquise par EDF, pouvant aller jusqu'à 75 % du capital aux termes du contrat de cession signé le 15 novembre 2016, serait ainsi réduite à une participation cible d'au moins 51 % du capital, lui assurant un contrôle exclusif. A l'issue de la restructuration, AREVA et NewCo ne détiendraient plus de participation dans New NP. »



#### Autres opérations liées à la feuille de route

#### Cession de Canberra

« AREVA a annoncé le 1<sup>er</sup> juillet 2016 la réalisation des cessions de ses filiales Canberra Industries Inc. et Canberra France S.A.S., filiales spécialisées dans les instruments de détection et de mesure de radioactivité, au groupe industriel Mirion Technologies Inc. ».

#### Cession d'ADWEN

« La coentreprise ADWEN a été créée le 9 mars 2015 en partenariat avec Gamesa, spécialiste espagnol de l'éolien terrestre. Elle est détenue à parts égales par AREVA et Gamesa.

En cohérence avec son objectif de recentrage sur les activités du cycle du combustible nucléaire, AREVA a annoncé qu'au terme d'un processus concurrentiel de trois mois destiné à solliciter puis évaluer les offres d'investisseurs tiers potentiels, le Conseil d'Administration de la Société avait autorisé la direction générale à exercer l'option de vente de sa participation de 50 % du capital d'ADWEN, signée le 17 juin 2016 avec Gamesa.

Cette option de vente a été exercée le 14 septembre 2016 et la réalisation de la cession est intervenue le 5 janvier 2017. »

#### Projet de cession d'AREVA TA

« Dans le cadre de son recentrage sur les activités du cycle du combustible nucléaire, la Société a annoncé le 17 décembre 2015 et confirmé le 27 janvier 2016, le projet de cession d'AREVA TA, société spécialisée dans la conception, la réalisation, la mise en service et le maintien en conditions opérationnelles des réacteurs nucléaires compacts pour la propulsion navale et les installations nucléaires de recherche.

La Société a signé le 15 décembre 2016 un contrat de cession de la totalité de ses titres détenus dans AREVA TA (correspondant à 83,56% du capital avant opérations préalables), à un consortium d'acquéreurs composé de l'Agence des Participations de l'Etat (APE, 50,32% du capital social), du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives (CEA, 20,32% du capital social) et de DCNS (20,32 % du capital). EDF conservera sa participation de 9,03 % du capital.

La réalisation de la cession, dont le projet a d'ores et déjà fait l'objet d'une consultation auprès des instances représentatives du personnel et a été validé par les organes de gouvernance d'AREVA, est prévue pour le 1er trimestre de l'année 2017, sous condition, notamment de la publication des arrêtés ministériels relatifs à la cession et de l'absence de survenance d'un évènement significatif défavorable ayant un impact supérieur à 55 millions d'euros sur la valeur des fonds propres de l'entreprise. A la date de réalisation de la cession, l'État contrôlera AREVA TA. »

L'augmentation de capital d'AREVA SA réservée (ci-après « l'Augmentation de capital réservée ») à l'Etat français¹ (ci-après « l'Etat ») sera donc suivie d'une augmentation de capital de la société

F

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> En vertu du pacte d'actionnaires conclu avec l'Etat, KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY (KIA) bénéficie d'une clause anti-dilutive qui conduit AREVA à lui proposer de participer à l'augmentation de capital. A la date du présent rapport, nous n'avons pas d'information concernant les intentions de KIA.



NEW AREVA HOLDING<sup>2</sup> à l'issue de laquelle AREVA SA devrait perdre le contrôle de celle-ci, ce qui entrainerait une offre publique de retrait initiée par l'Etat sur les actions AREVA SA, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (ci-après OPR-RO).

Il est prévu que le prix de souscription à l'Augmentation de capital réservée, et le prix proposé pour l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire éventuel, soient identiques, soit 4,50 € par action AREVA.

C'est dans ce contexte que s'inscrivent les missions du cabinet FINEXSI.

#### 1.2. Missions du cabinet FINEXSI

Le cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil d'Administration de la société AREVA SA (ci-après « AREVA » ou « la Société ») le 27 octobre 2016 en qualité d'expert indépendant pour apprécier :

- le caractère équitable du prix de souscription du projet d'augmentation de capital d'AREVA réservée à l'Etat (ci-après l'Augmentation de capital réservée), en application de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF;
- dès lors que celle-ci pourrait être lancée et qu'il s'agit d'opérations liées, le caractère équitable des conditions financières du projet d'Offre Publique de Retrait suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire, initiée par l'Etat, en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF.

Le présent rapport vise notre mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Augmentation de capital réservée.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils. Ces documents ont été considérés comme sincères, exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées (trajectoires financières en particulier), dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués, que nous avons collectés pour les seuls besoins de notre mission.

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- ➤ sont indépendants au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par ledit article, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> NEWCO regroupe l'ensemble des activités d'AREVA relatives au cycle du combustible nucléaire dont la société de tête est NEW AREVA HOLDING.



Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Augmentation de capital réservée et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

# 1.3. Diligences effectuées dans le cadre de l'augmentation de capital d'AREVA réservée à l'Etat français

Le détail de nos principales diligences figure en *Annexe 1*.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte du Projet de Restructuration du Groupe (prise de connaissance générale du groupe AREVA et de ses difficultés financières);
- Prendre connaissance des supports de présentation du Projet de Restructuration, du projet d'Augmentation de capital réservée et de la documentation juridique s'y rapportant;
- Analyser l'activité du groupe, son évolution et ses perspectives de développement dans le contexte, avec le management, selon le processus de prévision tel qu'il est structuré au sein du Groupe et de ses organes de gouvernance;
- Examiner les diverses notes émises par les analystes financiers qui suivent la valeur AREVA, ainsi que le consensus de marché en résultant ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la société AREVA;
- Prendre connaissance des travaux de valorisation conduits par la Société et ses conseils financiers, tel qu'ils ont été présentés à ses organes de gouvernance ;
- Analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Augmentation de capital réservée ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation de l'action AREVA et son opinion sur le caractère équitable du prix de souscription à l'Augmentation de capital réservée.

Dans le cadre de notre mission nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières) et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, nous avons étudié les informations publiques disponibles ainsi que celles issues de nos bases de données financières.

Nous avons également pris connaissance des travaux en cours de l'établissement présentateur de l'Offre Publique de Retrait visant les actions AREVA, qui serait initiée par l'Etat en raison de la



perte par AREVA du contrôle de NEW AREVA HOLDING<sup>3</sup> consécutive à l'augmentation de capital de celle-ci, éventuellement suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'établissement présentateur (ODDO ET CIE), qui établira son rapport d'évaluation dans le cadre de l'éventuelle OPR-RO.

Dans ce contexte particulier, nous émettrons dans la conclusion du présent rapport un avis sur le caractère équitable du prix envisagé par l'Etat en cas d'OPR-RO, étant précisé que nous établirons un rapport complémentaire sur le prix à la date de dépôt de l'Offre.

Enfin, une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

# 2. Présentation du groupe AREVA

# 2.1. Présentation de la Société et du groupe AREVA

Le groupe AREVA (ci-après le « groupe AREVA » ou le « Groupe ») est un groupe industriel français présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du nucléaire : extraction de l'uranium, enrichissement, conception et fabrication de réacteurs nucléaires, gestion des déchets radioactifs, démantèlement des installations, etc. Il est également présent dans la conception, la fabrication, l'installation et la maintenance de capacités de production d'électricité à partir d'énergies renouvelables.

AREVA SA est la société mère du groupe éponyme. C'est une société anonyme de droit français, dont le siège social est situé à la Tour AREVA - 1 place Jean Miller, 92400 Courbevoie.

Au 31 décembre 2016, son capital social s'élevait à 1.456.178.437,60 €, et était composé de 383.204.852 actions de 3,80 € de valeur nominale, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

L'action AREVA est cotée sur EURONEXT PARIS (Compartiment A).

F

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> NEW AREVA HOLDING (ou NEWCO) est la société au sein de laquelle sont logées les activités du Groupe relatives au cycle du combustible nucléaire.



**AREVA SA - Répartition du capital** 

| Au 31/12/2016                           | Nombre<br>d'actions | % du capital |
|-----------------------------------------|---------------------|--------------|
| Commissariat à l'Energie Atomique (CEA) | 208 349 383         | 54,37%       |
| Agence des participations de l'Etat     | 110 487 336         | 28,83%       |
| Etat Français                           | 318 836 719         | 83,20%       |
| Kuwait Investment Authority (KIA)       | 18 461 538          | 4,82%        |
| EDF                                     | 8 571 120           | 2,24%        |
| Groupe Total                            | 3 640 200           | 0,95%        |
| Autres institutionnels                  | 30 672 858          | 8,00%        |
| Public                                  | 15 395 371          | 4,02%        |
| Bpifrance                               | 12 712 910          | 3,32%        |
| Salariés Areva                          | 4 616 478           | 1,20%        |
| Autodétention                           | 740 490             | 0,19%        |
| Contrat de liquidité                    | 230 026             | 0,06%        |
| Total                                   | 383 204 852         | 100,00%      |

Source: Société

# 2.1.1. Historique du Groupe

AREVA a été créé le 3 septembre 2001, lors du rapprochement de deux acteurs majeurs du secteur de l'énergie nucléaire détenus majoritairement (directement et indirectement) par la société CEA-INDUSTRIE :

- COGEMA (1976): la Compagnie Générale des Matières Nucléaires exerçait des activités d'exploitation minière, d'enrichissement de l'uranium et de traitement des combustibles usés;
- FRAMATOME (1958): FRAMATOME était le leader de la conception et de la construction de centrales nucléaires, du combustible nucléaire et services associés. En mars 2001, les activités nucléaires des sociétés FRAMATOME et SIEMENS ont fusionné pour créer la société FRAMATOME ANP.

L'action AREVA est cotée sur le compartiment A du marché réglementé EURONEXT PARIS depuis le 30 mai 2011.

# 2.1.2. Présentation des activités du groupe AREVA

Les activités du Groupe dans le secteur de l'énergie nucléaire s'articulent autour de quatre grands domaines :



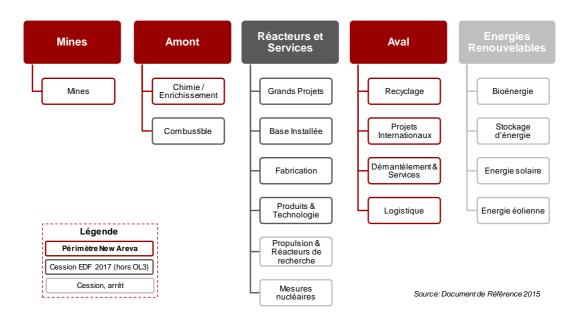
Source: Document de Référence 2015



Selon le document de référence 2015 d'AREVA, les activités du Groupe sont organisées autour de « *Business Groups* » (BG), répartis dans ses filiales<sup>4</sup> (notamment AREVA MINES, AREVA NC, et AREVA NP) et constitués de « *Business Units* » (BU).

Dans le cadre de la restructuration en cours du Groupe, l'organisation actuelle ne fait plus référence aux « BG » mais aux « BU ».

L'organigramme se présente comme suit :



#### MINES:

L'activité minière d'AREVA consiste en l'exploitation de gisements d'uranium. Les activités minières se développent sur des cycles longs, nécessitant des investissements importants, avant que ne débute l'exploitation.

AREVA est aujourd'hui un des acteurs de référence de la production d'uranium et dispose d'un portefeuille diversifié de mines en activité (Canada, Kazakhstan et Niger) et de projets au stade de développement (Afrique, Canada et Mongolie). Cette activité inclut également des actifs non miniers : AREVA WATER (usine de dessalement d'eau de mer en Namibie) et UG TRADING (société de négoce d'uranium sur les marchés internationaux, située en Allemagne).

Cette activité, rattachée à l'entité juridique AREVA MINES, a été intégralement apportée à NEW AREVA HOLDING dans le cadre du projet de Restructuration du Groupe (cf. § 2.3).

#### AMONT:

L'AMONT regroupe les activités suivantes :

- BU Chimie et Enrichissement de l'uranium (C&E), au sein de l'entité juridique AREVA NC, qui réalise notamment la conversion de l'uranium naturel en hexafluore d'uranium et

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Cf. § 2.3.1 Organigramme avant apport à NEW AREVA HOLDING.



l'enrichissement de l'uranium naturel en uranium 235, utilisé ensuite pour la production d'énergie nucléaire. Cette activité a été apportée à NEW AREVA HOLDING (cf. ci-après).

 BU Combustible, au sein de l'entité juridique AREVA NP, en charge de la conception, de la fabrication et de la commercialisation des assemblages de combustible pour les centrales de production d'électricité de type réacteur à eau légère<sup>5</sup>. L'activité Combustible est destinée à être cédée en 2017, dans le cadre de la cession de NEW NP à EDF (cf. ciaprès).

# REACTEURS ET SERVICES:

Cette activité, rattachée à l'entité juridique AREVA NP, conçoit et fabrique les deux principales technologies de réacteurs utilisées pour la production d'électricité (REP: réacteurs à eau sous pression et REB: réacteurs à eau bouillante). Elle offre également les produits et services nécessaires à la modernisation, au contrôle et à l'entretien de tous types de réacteurs nucléaires.

Elle est organisée autour de plusieurs divisions :

- Les divisions Grands Projets, Base Installée, Fabrication et Produits & Technologie, qui seront cédées à EDF (cf. ci-après), à l'exception du chantier de construction du réacteur EPR en Finlande à Olkiluoto (projet OL3, logé au sein de la division Grands Projets) qui est exclu du périmètre des activités cédées à EDF et sera mené à son terme par AREVA;
- Les divisions Propulsion et Réacteurs de Recherche ainsi que Mesures Nucléaires, qui ne font pas partie du périmètre de cession à EDF ont néanmoins été cédées en 2016 (cf. ciaprès).

# AVAL:

Cette activité offre des solutions permettant de gérer efficacement la fin du cycle nucléaire. Les activités « Aval » consistent à :

- Apporter des solutions de recyclage, notamment par la réutilisation des combustibles usés ;
- Développer des systèmes d'entreposage, assurer et superviser les transports de matières et de déchets nucléaires;
- Démanteler les installations nucléaires dont l'exploitation est terminée.

Ces activités sont organisées autour de 3 BU : Recyclage (incluant les Projets internationaux), Logistique et Démantèlement & Services.

Ces activités, rattachées à l'entité juridique AREVA NC, ont été intégralement apportées à NEW AREVA HOLDING (cf. ci-après).

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Dans le réacteur à eau légère, le combustible est de l'uranium faiblement enrichi et l'eau du circuit primaire baigne le cœur du réacteur.



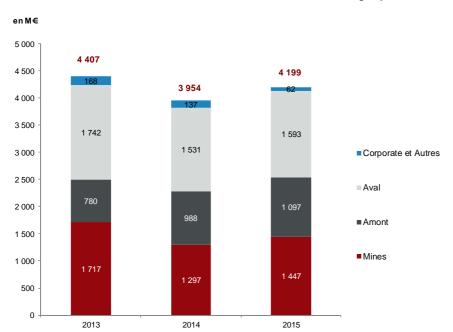
#### **ENERGIES RENOUVELABLES:**

L'activité Energies Renouvelables est constituée des activités liées à l'Eolien en mer, aux Bioénergies, à l'Energie Solaire et au Stockage d'Energie (hydrogène). Les activités d'AREVA dans les énergies renouvelables représentaient initialement pour la Société une volonté de diversification dans les énergies vertes. Néanmoins, ces activités ne constituant pas le cœur de métier du groupe, il a été décidé de les arrêter ou de les céder.

Les activités solaires ont été arrêtées en mars 2016, les activités de Bioénergie seront arrêtées dès que les projets en cours seront achevés et la société ADWEN vient d'être cédée à GAMESA (cf. ci-après).

# 2.2. Présentation financière des activités

# 2.2.1. Performance des activités du Groupe



AREVA SA - Contribution des activités au chiffre d'affaires du groupe

Les activités non « core » cédées ou abandonnées par AREVA (Réacteurs et Services et Energies Renouvelables) ne sont pas présentées ici comme contributives au chiffred'affaires, car elles ont été classées dans les « activités destinées à être cédées » en application de la norme IFRS 5.

Sources : Documents de référence 2015, 2014

Les activités Mines, Amont et Aval constituent le cœur de l'activité d'AREVA. Dans le cadre de la restructuration du Groupe, ils sont apportés à NEW AREVA HOLDING, tandis que les autres activités sont en voie de cessation ou de cession (notamment à EDF).



# 2.2.2. Performance financière consolidée du Groupe

## **AREVA SA - Actif**

| En M€                                   | 31-déc-14 | 31-déc-15 | 30-juin-16 |
|-----------------------------------------|-----------|-----------|------------|
| Actifs non courants                     | 21 709    | 17 747    | 17 046     |
| dont écarts d'acquisitions              | 3 667     | 1 272     | 1 257      |
| dont couverture opérations fin de cycle | 6 015     | 6 122     | 5 868      |
| Actifs courants                         | 8 211     | 11 240    | 12 928     |
| dont trésorerie et équivalents          | 1 686     | 804       | 2 058      |
| dont actifs destinés à être cédés       | 375       | 7 076     | 7 347      |
| Total de l'Actif                        | 29 920    | 28 987    | 29 973     |

# **AREVA SA - Passif**

| En M€                                  | 31-déc-14 | 31-déc-15 | 30-juin-16 |
|----------------------------------------|-----------|-----------|------------|
| Capitaux propres                       | (244)     | (2 281)   | (2 912)    |
| Capitaux propres part du groupe        | (691)     | (2 516)   | (3 009)    |
| Passifs non courants                   | 16 527    | 14 676    | 16 292     |
| dont dettes financières à LT           | 6 870     | 5 905     | 7 328      |
| dont provision opérations fin de cycle | 6 985     | 6 921     | 7 119      |
| Passifs courants                       | 13 638    | 16 592    | 16 593     |
| dont dettes financières à CT           | 624       | 1 440     | 1 887      |
| dont passifs déstinés à être cédés     | 392       | 5 320     | 5 240      |
| Total du Passif                        | 29 920    | 28 987    | 29 973     |

**AREVA SA - Compte de Résultat** 

| En M€                 | 31-déc-14 | 31-déc-15 | 30-juin-16 |
|-----------------------|-----------|-----------|------------|
| Chiffre d'affaires    | 3 954     | 4 199     | 1 930      |
| Résultat opérationnel | (2 115)   | (1 388)   | 86         |
| Résultat financier    | (299)     | (313)     | (223)      |
| Résultat net          | (4 845)   | (2 036)   | (187)      |

Sources: Document de Référence 2015 et rapport semestriel au 30 juin 2016

Les comptes sociaux et consolidés d'AREVA ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes. Les observations qu'ils ont formulées renvoient aux notes annexes dont nous avons pris connaissance de manière détaillée, notamment en ce qui concerne la question de la continuité d'exploitation.

Ces comptes traduisent en effet la très forte dégradation de la situation financière du Groupe, dont les capitaux propres sont très largement négatifs, et avec un niveau d'endettement considérable, rendant sa restructuration financière indispensable compte tenu des risques sur sa continuité d'exploitation.



# 2.3. Restructuration du groupe AREVA et continuité d'exploitation

AREVA connait d'importantes difficultés financières depuis plusieurs années et des mesures ont été annoncées dès le mois de mars 2015 dans le contexte de la refondation de la filière nucléaire française annoncée par la Présidence de la République le 3 juin 2015.

Le 29 avril 2016, les autorités françaises ont notifié à la Commission européenne une mesure d'aide à la restructuration en faveur du Groupe, en application des lignes directrices sur les aides au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers.

Cette notification se fonde sur le Projet de Restructuration du Groupe qui a été confirmé et précisé le 15 juin 2016 lors de la présentation de la « feuille de route 2016-2020 »<sup>6</sup>.

Ce Projet de Restructuration a pour objectif de recentrer les activités du Groupe autour du cycle combustible nucléaire (mines, conversion, enrichissement, traitement-recyclage, logistique, démantèlement) et de lui assurer les financements nécessaires pour faire face à ses obligations contractuelles et financières et de se financer sur les marchés à moyen terme.

Il prévoit les principales étapes suivantes :

- Recentrage stratégique sur le cycle du combustible : dans un premier temps, des opérations d'apport et de cession sont engagées afin de permettre un recentrage du Groupe sur son cœur de métier, le cycle du combustible (cf. 2.3.1);
- Augmentations de capital : dans un second temps, il est prévu une augmentation de capital d'AREVA SA et une autre de NEW AREVA HOLDING pour un montant total de 5 Md€, permettant aux 2 sociétés de faire face à leurs besoins de liquidité et à leurs engagements financiers (cf. 2.3.2).

# 2.3.1. Recentrage stratégique sur le cycle du combustible

Le recentrage sur le cycle du combustible a commencé à s'opérer comme on l'a vu au moyen de :

- La filialisation des activités du cycle du combustible nucléaire au sein de NEW AREVA HOLDING<sup>7</sup>: cette filialisation a pris la forme d'un apport partiel d'actifs réalisé par AREVA au profit de NEW AREVA HOLDING, approuvé par l'assemblée générale d'AREVA le 3 novembre 2016. Dans ce contexte, les activités apportées ont été évaluées à un montant d'environ 1,4 Md€, valorisant la société bénéficiaire post-apport à un montant de l'ordre de 2 Md€ après prise en compte de l'intégration fiscale au niveau de NEW AREVA HOLDING;
- La cession d'une partie des activités d'AREVA NP: il est prévu l'apport des activités d'AREVA NP (à l'exception du contrat OL3) à NEW NP (filiale à 100% d'AREVA NP), puis la cession de la majorité des titres de NEW NP à EDF (75% au maximum), le reste de la participation ayant vocation à être cédé à des investisseurs tiers. Un Contrat de cession

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Cf. communiqué de presse AREVA du 15 juin 2016 (Market update).

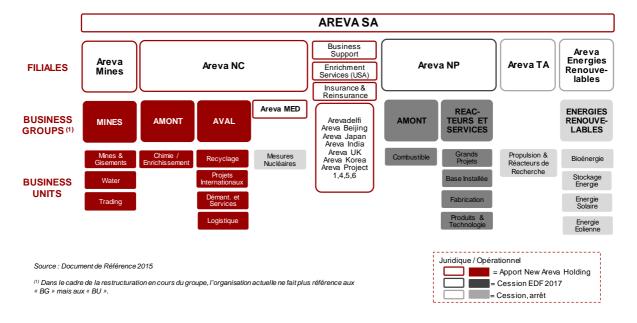
<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> NEW AREVA HOLDING ou NEWCO est une société par action simplifiée existant déjà sous le nom CERE depuis 1984 et détenue à 100% par AREVA.



d'actions conditionné à la levée préalable de plusieurs conditions suspensives a été établi entre AREVA, AREVA NP et EDF en novembre 2016 (approuvé par les Conseils d'Administration d'AREVA et d'EDF respectivement les 10 et 15 novembre 2016), avec une date de réalisation au second semestre 2017. Le prix de cession avant complément de prix et ajustements s'élève à 2.5 Md€ :

 L'arrêt et la cession d'autres actifs non stratégiques : cela se traduit par la cession des sociétés Canberra<sup>8</sup> (activité de mesures nucléaires), Areva TA<sup>9</sup> (activité de conception et de réalisation de réacteurs de faible puissance) et ADWEN<sup>10</sup> (éolien en mer) ainsi que l'arrêt des activités Bioénergie et Solaires (BU Energies Renouvelables).

L'organigramme ci-dessous présente les principales étapes de la restructuration d'AREVA:



# 2.3.2. Augmentations de capital

Une fois les étapes de recentrage stratégique terminées, deux augmentations de capital sont prévues :

- Une augmentation de capital d'AREVA<sup>11</sup> d'un montant de 2 Md€ au prix d'émission de 4,50 € par action, réservée à l'Etat, le prix de souscription de cette augmentation de capital réservée fait l'objet du présent rapport d'expertise indépendante;
- Une augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING d'un montant de 3 Md€, souscrite par l'Etat et des investisseurs tiers stratégiques.

Ces opérations, qui devraient se réaliser dans le courant de l'année 2017, sont subordonnées à l'autorisation de la Commission européenne au titre des aides d'Etat<sup>12</sup>. Une procédure formelle

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Annonce de la cession de Canberra au groupe industriel Mirion-Charterhouse le 1<sup>er</sup> juillet 2016.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> Cession d'AREVA TA signée le 15 décembre 2016.

<sup>&</sup>lt;sup>10</sup> AREVA a annoncé la cession de sa participation dans ADWEN le 5 janvier 2017. Les activités dans l'éolien en mer d'AREVA sont reprises par GAMESA.

<sup>&</sup>lt;sup>11</sup> En vertu du pacte d'actionnaires conclu avec l'Etat, KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY (KIA) bénéficie d'une clause anti-dilutive qui conduit AREVA à lui proposer de participer à l'augmentation de capital. A la date du présent rapport, nous n'avons pas d'information concernant les intentions de KIA.

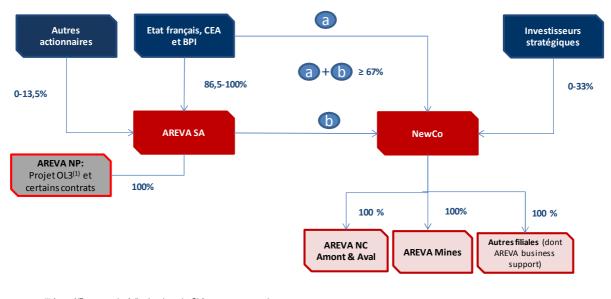


d'examen a été ouverte afin que les tiers intéressés (AREVA, ses concurrents ou ses partenaires industriels par exemple) et les autorités françaises apportent leurs observations sur (i) le plan de retour à viabilité du Groupe, (ii) la façon dont le Groupe contribuerait aux coûts de sa restructuration, (iii) ainsi que la réalité et l'ampleur de la mesure proposée par le Groupe pour compenser l'éventuel impact concurrentiel de l'aide. L'Etat a répondu à l'ensemble des doutes exprimés par la Commission européenne ainsi qu'aux observations des tiers intéressés au cours de la procédure.

La Commission européenne a rendu une décision favorable en date du 10 janvier 2017, sous conditions préalables de l'approbation par la Commission européenne de l'opération de concentration entre EDF et NEW NP, et à la conclusion positive par l'Autorité de sûreté nucléaire des essais concernant la cuve du réacteur EPR de Flamanville 3.

L'augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING conduisant à la perte par AREVA du contrôle de NEW AREVA HOLDING, l'Etat français a annoncé conformément à la règlementation applicable son intention de déposer, à l'issue de la réalisation de l'augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, une offre publique de retrait (OPR) visant l'ensemble des actions d'AREVA non détenues par ce dernier, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (RO).

A l'issue de ces opérations, l'organigramme simplifié du Groupe deviendrait le suivant :



(1) Areva NP assurera la réalisation du projet OL3 avec un personnel entièrement mobilisé, conformément aux obligations contractuelles

Source: Areva, strategy update and bondholder solicitation, 30 août 2016

<sup>&</sup>lt;sup>12</sup> Les articles 107 et 108 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) posent un principe d'interdiction des "aides d'Etat" (toutes formes de soutien public aux entreprises) ainsi que l'obligation de notifier tout projet d'aide d'Etat à la Commission européenne.

<sup>&</sup>lt;sup>13</sup> Article 236-6 RG AMF : « La ou les personnes [...] qui contrôlent une société [...] informent l'AMF [...] de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs.

<sup>[...]</sup> L'AMF apprécie les conséquences de l'opération prévue au regard des droits et intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote de la société et décide s'il y a lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait ».



Le Groupe serait alors décomposé en trois entités :

- AREVA SA: holding détenant AREVA NP et NEW AREVA HOLDING;
- AREVA NP (détenue à 100% par AREVA SA) : société destinée à mener à son terme le chantier OL3 jusqu'à la fin de la construction et du contentieux ;
- NEW AREVA HOLDING (contrôlée par l'Etat directement et via AREVA SA) : société à laquelle ont été apportées les activités liées au cycle du combustible nucléaire (Mines, Chimie Enrichissement et Aval).

# 2.3.3. Situation financière du Groupe à fin juin 2016 et approche des risques

Les comptes consolidés d'AREVA au 30 juin 2016 présentent un montant de capitaux propres négatifs à hauteur de -3.009 M€ (capitaux propres part du groupe), y compris un résultat net part du groupe de -120 M€ sur le premier semestre 2016. Par ailleurs, la prévision de cash-flow net consolidé 2016 s'établit à un montant lui aussi négatif d'environ -1,5 Md€<sup>14</sup>.

La dette financière du Groupe au 30 juin 2016 se présente comme suit :

AREVA SA - Dette financière nette

| en M€                                                                 | 30-juin-16 |
|-----------------------------------------------------------------------|------------|
| Avances rémunérées                                                    | (134)      |
| Emprunts auprès des établissements de crédits et billet de trésorerie | (2 685)    |
| Emprunts obligataires                                                 | (6 058)    |
| Concours bancaires courants et comptes courants financiers créditeurs | (69)       |
| Instruments financiers dérivés                                        | (214)      |
| Dettes financières diverses                                           | (56)       |
| Dette Financière                                                      | (9 215)    |
| Disponiblités et comptes courants financiers                          | 341        |
| Equivalents de trésorerie                                             | 1 717      |
| Trésorerie et équivalents de Trésorerie                               | 2 058      |
| Autres actifs financiers courants                                     | 113        |
| Dette financière nette                                                | (7 044)    |

Source: Comptes semestriels au 30/06/2016, analyse Finexsi

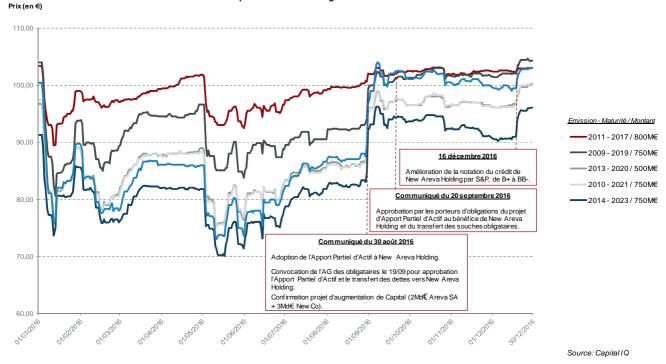
## Evolution du cours de la dette obligataire d'AREVA

L'évolution du cours de la dette obligataire depuis un an est présentée ci-dessous. On peut relever que la dette cote proche de sa valeur nominale en novembre 2016 et connaît, pour certaines des souches, un plus bas niveau à 70% de sa valeur nominale en mai 2016.

<sup>&</sup>lt;sup>14</sup> Rapport financier semestriel d'AREVA au 30/06/2016, §2.1.1, page 8. Ce montant a été mis à jour le 27 octobre 2016 et s'établit désormais entre -600 M€ et -900 M€.



#### Evolution du prix des souches obligataires cotées d'Areva



# Evolution de la notation de la dette d'AREVA

La dette d'AREVA est notée par l'agence de notation STANDARD AND POOR'S (S&P).

La notation de la dette d'AREVA, long-terme comme court-terme, a subi des dégradations continues depuis 2010, avant d'être légèrement relevée en décembre 2016 (cf. tableau ci-après). Le 16 décembre 2016, date de notation la plus récente, S&P a confirmé la position de la société AREVA dans la catégorie « spéculative » en attribuant la note de BB- à la dette long-terme du groupe, désormais portée par NEW AREVA HOLDING résultant des opérations d'apports réalisées le 10 novembre 2016. Cette catégorie suppose des risques sérieux d'incidents de paiement, qui deviennent extrêmement sérieux en bas de l'échelle. En l'espèce, AREVA se situe dans la 1ère partie de la catégorie dite spéculative, qui débute à partir de BB+<sup>15</sup>:

Grille de notation Standard & Poor's (LT)

AAA AA+ AA AA- A+ A- BBB+ BBB BBB- BB+ BB BB- BB+ BB BB- BB+ BB BB- BB+ BB- CCC+ CCC CCC- CC R SD D

Catégorie dite d'investissement Catégorie dite spéculative Défaut

Source : S&P, Global Rating Definitions, 18 août 2016



<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Sources: S&P, Global Rating Definitions, 18 août 2016 et AMF.



| Date       | Agence | Agence                 | Notation de la dette long-terme |             | Notation de la dette court-terme |           |             | Commentaires                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
|------------|--------|------------------------|---------------------------------|-------------|----------------------------------|-----------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
|            |        | Upgrade /<br>Downgrade | Rating LT                       | Perspective | Upgrade /<br>Downgrade           | Rating CT | Perspective |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |  |
| 28/06/2010 | S&P    | $\downarrow$           | A à BBB+                        | Stable      | <b>↓</b>                         | A-1 à A-2 | Stable      | Suite à l'annonce de la provision de 400 M€ liée au chantier du réacteur Olkiluoto 3 en Finlande.                                                                                                                                                                                                                |  |
| 20/12/2011 | S&P    | <b></b>                | BBB-                            | Stable      | <b>↓</b>                         | A-3       | Stable      | En raison des faibles prévisions financières d'Areva en 2011, du ralentissement du nucléaire suite à l'accident de Fukushima de mars 2011 et de la dépréciation des mines d'uranium. Areva anticipe une perte opérationnelle ~1,5 Md€. S&P invoque également la faible capacité du groupe à générer du cashflow. |  |
| 09/10/2014 | S&P    | $\rightarrow$          | BBB-                            | Négative    | $\rightarrow$                    | A-3       | Négative    | Suite à l'annonce par la société de trois mesures qui devraient limiter la hausse de la dette sur 2014-2015.                                                                                                                                                                                                     |  |
| 20/11/2014 | S&P    | <b>\</b>               | BB+                             | Négative    | 1                                | В         | Négative    | En raison des incertitudes planant sur la trésorerie du groupe nucléaire français. La perspective 'négative' reflète le fait que l'entreprise est toujours en cours d'évaluation de son business plan et des possibles mesures compensatrices, dont la finalisation est attendue pour début 2015.                |  |
| 05/03/2015 | S&P    | <b>↓</b>               | BB-                             | Neutre      | $\rightarrow$                    | В         | Neutre      | En raison d'un endettement bien plus élevé qu'anticipé en 2014, d'un manque de compétitivité et d'un dépassement des coûts sur plusieurs gros contrats.                                                                                                                                                          |  |
| 22/12/2015 | S&P    | <b>\</b>               | B+                              | Neutre      | $\rightarrow$                    | В         | Neutre      | Suite à l'annonce du 17/12/2015 faite par Areva qui anticipe des pertes importantes dans ses activités réacteurs et services, et des pertes complémentaires dans ses activités renouvelables en cours d'abandon.                                                                                                 |  |
| 16/12/2016 | S&P    | 1                      | BB-                             | Neutre      | $\rightarrow$                    | В         | Neutre      | Légère amélioration de la notation de New Areva Holding, qui porte désormais la dette obligataire du groupe. S&P met en avant la base d'actifs de la Société, son offre diversifiée et sa position de leader sur son marché pour expliquer cette évolution.                                                      |  |

Source: presse et analyse Finexsi

La perspective<sup>16</sup> « neutre » accompagnant la notation du 16 décembre 2016 reflète l'incertitude pesant sur AREVA au regard de ses difficultés financières et du plan de financement annoncé dès l'été 2015<sup>17</sup>. Avec une perspective « neutre », l'agence S&P se réserve ainsi la possibilité de réviser à la hausse, comme à la baisse, la note d'AREVA.

# Appréciation de la situation financière et des risques d'AREVA

Au-delà des commentaires sur les comptes évoqués ci-dessus, concernant l'appréciation de la situation financière du groupe à fin juin 2016, il convient de relever également que, dans le prolongement du Document de référence AREVA 2015<sup>18</sup>, le rapport financier semestriel 2016<sup>19</sup> mentionne :

« La liquidité de l'entreprise pour l'exercice 2016 est assurée par les lignes de crédit tirées les 4 et 5 janvier 2016 pour un montant de 2 milliards d'euros et par un crédit-relais de 1,2 milliard d'euros, accordé en avril par un pool bancaire, remboursable s'il était tiré, en janvier 2017.

F

<sup>&</sup>lt;sup>16</sup> Les perspectives de notation traduisent l'évolution possible de la note de crédit publiée.

<sup>&</sup>lt;sup>17</sup> Communiqué de presse AREVA du 30 juillet 2015, mentionnant la cession d'Areva NP à EDF et une augmentation de capital « significative ».

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> Document de référence Areva 2015, § Situation de liquidité et continuité d'exploitation, page 183 : « Sur cet horizon [jusqu'à fin 2018], <u>la continuité d'exploitation sera assurée par la réalisation des mesures prévues dans le plan de financement du groupe</u> qui a pour objectif de donner à la société les moyens de mise en œuvre de son plan de transformation et de présenter un profil financier lui permettant de se refinancer de manière pérenne sur les marchés. Ces mesures comprennent notamment l'augmentation de capital, la cession de la majorité d'AREVA NP à EDF, et les autres cessions de filiales... » (soulignement par nous).

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> Rapport financier semestriel d'AREVA au 30/06/2016, §2.1.3, page 10.



Au-delà, l'augmentation de capital, prévue au début de l'année 2017, permettra d'assurer la liquidité du groupe. En cas de décalage temporaire, AREVA solliciterait un prêt d'actionnaire. Ces opérations seront conduites dans le respect de la règlementation européenne.

Le succès du plan de restructuration du groupe et son approbation par la Commission européenne supposent que certaines conditions structurantes soient satisfaites parmi lesquelles :

- La mise en œuvre du protocole du 28 juillet 2016 relatif à la cession à EDF des activités d'AREVA NP (à l'exclusion du contrat OL3);
- La finalisation de la structuration juridique et financière du groupe selon les modalités présentées lors du Market Update du 15 juin 2016. ».

En termes de risques, le projet d'actualisation du Document de référence 2015 d'AREVA du 12 janvier 2017 (p.43 et suivantes), mentionne par ailleurs que :

- le Groupe ne peut donner aucune assurance que le Projet de Restructuration sera suffisant si les conditions de marché continuaient à se dégrader (chute du prix de l'uranium, des services de conversion et d'enrichissement par exemples);
- le Groupe ne peut donner aucune garantie quant à la réalisation des conditions auxquelles est assortie la décision de la Commission européenne pour la mise en œuvre du Projet de Restructuration ;
- la mise en jeu des garanties consenties par AREVA dans le cadre des cessions en cours (dont le montant pourrait s'avérer significatif, notamment s'agissant des garanties déplafonnées), pourrait avoir des conséquences défavorables significatives sur l'activité et la situation financière du Groupe.

Enfin, en attendant la levée des conditions préalables demandées par la Commission européenne dans sa décision du 10 janvier 2017 (cf. ci-avant) et « afin d'assurer la liquidité du Groupe Areva au cours des prochains mois, l'Etat s'engage à accorder des avances en compte courant d'actionnaire pour un montant total de 3,3 Mds€ (2 Mds€ en faveur d'AREVA SA et 1,3 Mds€ en faveur de NewCo), qui seront converties en capital lors de la réalisation des augmentations de capital [... <sup>20</sup>. »

Dans le même temps, AREVA doit également obtenir l'accord de ses banques dans le cadre de la demande en cours de *waivers* relative aux lignes de financement groupe.

# 2.4. Rappel sur le secteur de l'énergie nucléaire

# 2.4.1. L'énergie nucléaire

L'énergie nucléaire est l'énergie libérée lors des réactions de fission nucléaires des noyaux atomiques au sein d'un réacteur nucléaire. Le processus de fission chauffe l'eau de la centrale, qui se transforme en vapeur, laquelle actionne une turbine qui, à son tour, alimente un générateur produisant de l'électricité.

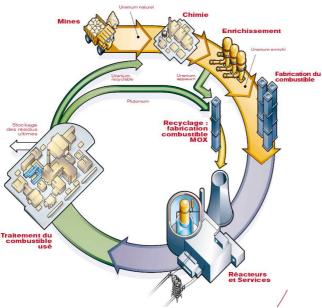
<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Source : Communiqué de presse de l'APE du 11 janvier 2017.



Une centrale nucléaire utilise généralement l'uranium-235, un isotope de l'élément particulier de l'uranium, en tant que carburant.

Il existe plusieurs types de réacteurs nucléaires, les plus communs étant des réacteurs à eau pressurisée (REP) et des réacteurs à eau bouillante (REB). Il s'agit de réacteurs de 2<sup>ème</sup> génération, construits entre 1965 et 1995<sup>21</sup>.

Le cycle de l'énergie nucléaire peut être schématisé de la façon suivante :



Source : Areva, Le cycle de l'énergie nucléaire

AREVA intervient sur l'ensemble du cycle de l'énergie nucléaire : extraction de l'uranium dans les mines, conversion et enrichissement de l'uranium, fabrication du combustible, conception et fabrication de réacteurs nucléaires et fournisseur de services associés, traitement et recyclage du combustible usé, logistique et démantèlement des sites.

# 2.4.2. Les tendances du secteur

En 2015, la part du nucléaire dans la production mondiale d'électricité représentait 11,5%, en baisse par rapport au pic de 18% atteint au début des années 1990<sup>22</sup>. Ces dix dernières années, bien que la capacité de production nucléaire ait augmenté de plus de 6%, la part du nucléaire dans la production globale d'électricité s'est progressivement réduite, parallèlement à l'émergence des énergies renouvelables.

Le nombre de réacteurs nucléaires opérables était de 448 à fin novembre 2016<sup>23</sup> (dont 40 réacteurs au Japon qui n'ont pas encore redémarré). L'essentiel de ces réacteurs étant de 2<sup>ème</sup> génération, c'est-à-dire construits entre 1965 et 1995, un renouvellement du parc devrait intervenir progressivement. Alors que la conjoncture était favorable au marché du nucléaire, certains facteurs exogènes et endogènes ont mis un frein brutal à son développement.

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> Source: Xerfi global - Nuclear Groups, World - mars 2016

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Source : World Nuclear Association <sup>23</sup> Source : World Nuclear Association



La crise financière a affecté l'ensemble des électriciens et en particulier leurs projets de construction de réacteurs nucléaires, très intensifs en capitaux, suite à la dégradation des capacités de financement des banques. Une faible croissance mondiale a eu pour effet direct de diminuer les perspectives de demande d'électricité et, couplée au développement du gaz de schiste, de tirer les prix des matières premières « énergies » vers le bas. Enfin, le coût des énergies renouvelables tend à diminuer notamment favorisées par un contexte réglementaire avantageux.

L'accident de Fukushima de 2011 a stoppé temporairement la dynamique de croissance mondiale d'électricité nucléaire, créant ainsi des surcapacités dans le cycle entraînant des baisses importantes des prix de l'uranium, de la conversion et de l'enrichissement.

Cependant, les perspectives long-terme de demande en technologie nucléaire restent fortes, supportées par un besoin croissant en électricité et une volonté de diminuer les émissions de carbone. Le marché du nucléaire se déplace désormais vers les économies émergentes, notamment en Asie et en Europe de l'Est, où le besoin rapide et important en énergie et la sensibilité aux effets climatiques sont propices à une demande importante en énergie nucléaire.

Parc nucléaire mondial (au 01/11/2016)

| Situation actuelle<br>& prévisions                      | Europe de<br>l'Ouest | Europe<br>Centrale et<br>de l'Est | Amérique<br>du Nord | Amérique<br>Latine | Asie                  | Moyen-<br>Orient &<br>Afrique | Total                 |
|---------------------------------------------------------|----------------------|-----------------------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|-------------------------------|-----------------------|
| Réacteurs en service (au 01/11/2016)                    | 114                  | 70                                | 120                 | 5                  | 135                   | 4                             | 448                   |
| Puissance électrique nette (Mwe)                        | 111 213              | 51 815                            | 114 688             | 3 528              | 107 300               | 3 121                         | 391 665               |
| Production électrique annuelle (TWh)                    | 752                  | 350                               | 905                 | 20                 | 397                   | 17                            | 2 441                 |
| % production mondiale d'électricité nucléaire           | 31%                  | 14%                               | 37%                 | 1%                 | 16%                   | 1%                            | 100%                  |
| Réacteurs en construction                               | 2                    | 11                                | 4                   | 2                  | 35                    | 4                             | 58                    |
| Puissance électrique (Mwe)                              | 3 450                | 9 234                             | 5 000               | 1 432              | 37 333                | 5 600                         | 62 049                |
| Réacteurs prévus                                        | 5                    | 41                                | 20                  | 2                  | 88                    | 11                            | 167                   |
| Puissance électrique (Mwe)                              | 7 300                | 44 195                            | 9 812               | 1 950              | 98 988                | 12 260                        | 174 505               |
| <b>Réacteurs proposés</b><br>Puissance électrique (Mwe) | <b>15</b><br>20 050  | <b>40</b><br>41 255               | <b>29</b><br>31 800 | <b>10</b><br>9 700 | <b>203</b><br>230 395 | <b>48</b><br>55 400           | <b>345</b><br>388 600 |

Source: World Nuclear Association, données au 01/11/2016

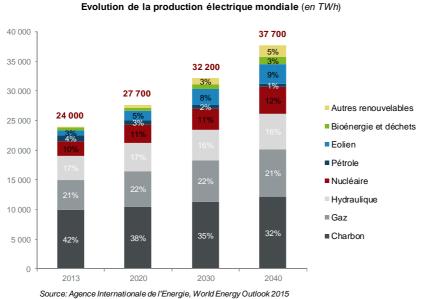
Parmi les 58 réacteurs en construction (et les 167 dont la mise en service est prévue dans la prochaine décennie), la grande majorité est située dans les pays émergents. Ces marchés sont ainsi devenus les principaux facteurs de croissance du marché mondial de l'énergie.

Réacteurs nucléaires en construction et prévus dans les Réacteurs nucléaires en service au 01/11/2016 10 prochaines années (>2025) ■ Etats Unis ■ Chine ■ France 99 ■Russie 111 52 61 Japon ■ In de Russie ■ Etats Unis ■ Chine 225 448 ■ Japon 19 Corée du Sud 58 Corée du Sud Inde Pologne 32 Canada Rovaume Uni 36 Autres Autres

Source: World Nuclear Association, données au 01/11/2016



Sur la base des évolutions actuelles, la capacité de production nucléaire mondiale devrait presque doubler d'ici à 2040 alors que la part du nucléaire dans la production globale d'électricité devrait rester relativement stable.



Course. Against microaustais de l'Energie, World Energy Canon 2016

Le marché du cycle du combustible nucléaire sera également orienté à la hausse puisque plusieurs moteurs dynamisent aujourd'hui la demande mondiale : au-delà de la croissance de la capacité du parc nucléaire mondial tirant la croissance des marchés amont (Uranium, Chimie, Enrichissement), la fermeture de centrales (moyenne d'âge de 29 ans) ainsi que l'accumulation des combustibles usés tirent la croissance des marchés Aval du cycle (Démantèlement et Services, Logistique, Traitement-Recyclage).

Afin de bénéficier de cette dynamique, le groupe AREVA a choisi de concentrer ses activités sur le cycle du combustible nucléaire.

En ce qui concerne les principaux acteurs du secteur de l'énergie nucléaire, il faut citer :

- Concernant les services publics d'énergie : ENGIE, EDF, KEPCO (Corée), ROSATOM (Russie), CNNC (Chine) ;
- Concernant les groupes énergétiques diversifiés : GE (USA), MHI, HITACHI et TOSHIBA (Japon) ;
- Concernant les spécialistes nucléaires : AREVA, CAMECO (Canada), URENCO (UK), KAZATOMPROM (Kazakhstan).

Les leaders mondiaux du nucléaire - traditionnellement européens, japonais ou nord-américains - devraient voir leurs parts de marché diminuer au profit de nouveaux entrants issus de pays en forte croissance nucléaire. L'émergence à l'international de ces nouveaux entrants est notamment soutenue par un engagement important des Etats et une forte croissance domestique.



# 2.4.3. Rappel sur la règlementation en matière nucléaire

Les activités nucléaires sont soumises aux règlementations nationales et internationales qui sont en constante évolution et de plus en plus strictes.

En France, chaque installation nucléaire (classées « Installation Nucléaire de Base » ou « INB ») est soumise au contrôle de l'Autorité de Sureté Nucléaire (ASN), autorité administrative indépendante.

Au plan international, l'Agence Internationale de l'Energie Atomique (AIEA) ainsi que la Commission européenne ont chacune mis en place un système de contrôle de sécurité des matières nucléaires.

Il existe également une règlementation spécifique régissant les opérations de fin de cycle, correspondant au démantèlement des installations et à la gestion des déchets radioactifs.

Les opérations de démantèlement sont essentiellement régies par les lois TSN de 2006 et TECV de 2015, ainsi que par la Convention commune de l'AIEA de 1997 (sur le plan international). Le principe est que l'entité juridique responsable de l'exploitation et du démantèlement des installations est l'exploitant nucléaire, pris en tant que titulaire des autorisations d'exploiter et de démantèlement s'effectue sous le contrôle de l'ASN qui valide chaque grande étape du démantèlement.

Les déchets radioactifs sont quant à eux soumis à une règlementation nationale<sup>24</sup>, européenne<sup>25</sup> et internationale<sup>26</sup>. Il résulte de ces textes que l'obligation de traitement et d'élimination des déchets issus des activités nucléaires ou de démantèlement pèse sur le producteur, et le cas échéant, sur le détenteur de ces déchets. Par ailleurs, l'exploitant d'INB doit constituer des provisions afférentes aux charges de démantèlement de son installation et de gestion des combustibles usés et des déchets radioactifs. Ces provisions doivent être couvertes par des actifs constituant un patrimoine d'affectation protégé contre tout créancier à l'exception de l'Etat.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Articles L. 542-1 et suivants du Code de l'environnement

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup> Directive n°2011/70/Euratom

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Convention commune de l'AIEA



# 3. Méthodes d'évaluation des actions de la société AREVA SA

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères des actions de la Société.

# 3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

# 3.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs, en particulier ceux créés par l'entreprise.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 30 juin 2016 s'établit à un montant négatif de -3.009 M€, soit une valeur par action de -7,87 €<sup>27</sup>.

#### 3.1.2. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode n'est pas pertinente dans le cadre de l'évaluation globale d'un groupe comme AREVA qui exerce plusieurs activités avec des profils de risque différents, et dont certaines sont en cours de cession ou d'abandon. Elle sera en revanche mise en œuvre pour l'évaluation de certaines activités dans le cadre de la méthode de l'actif net réévalué (cf. §3.2.2).

# 3.1.3. Méthode des comparables boursiers et de transactions

La méthode des comparables (boursiers et de transactions) consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité ou extériorisés lors d'opérations de rachats.

Le groupe AREVA exerçant des activités diverses dans le secteur du nucléaire, l'approche de valorisation globale par les comparables boursiers ou de transactions ne semble pas pertinente car il n'existe pas de groupe ou de transactions sur des sociétés comparables en termes d'activité. Elle sera en revanche mise en œuvre pour l'évaluation de certaines activités dans le cadre de la méthode de l'actif net réévalué (cf. §3.2.2).

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Hors auto-détention et contrat de liquidité.



# 3.1.4. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse des cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par la suite).

Concernant AREVA, en l'absence de transaction récente hors marché ou d'augmentation de capital récente, cette méthode ne sera pas retenue.

#### 3.1.5. La valeur de rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

AREVA n'ayant pas distribué de dividende depuis plusieurs années en raison de ses résultats déficitaires, et n'ayant pas non plus annoncé de prévisions en matière de distribution, cette méthode ne sera pas retenue.

## 3.1.6. Valeur liquidative

Même si le doute a pu peser sur la continuité d'exploitation compte tenu des pertes considérables encourues et des dégradations successives de la notation de la dette du groupe avant le relèvement de décembre 2016, les différentes annonces sur le soutien de l'Etat, actionnaire principal, concrétisées par la présente augmentation de capital et l'augmentation de capital à venir de NEW AREVA HOLDING, nous ont conduits à écarter cette méthode, par ailleurs très difficile à mettre en œuvre.

#### 3.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- L'analyse du cours de bourse d'Areva ;
- La méthode de l'actif net réévalué.

A titre d'information, nous présentons également le critère des objectifs de cours des analystes financiers qui suivent la valeur.

#### 3.2.1. La référence au cours de bourse d'AREVA

Les actions AREVA SA sont actuellement cotées sur le compartiment A du marché EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0011027143).



Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Avant l'opération, sur la base des informations telles qu'elles ressortent du tableau présenté au paragraphe 2.1, le flottant ressortait à seulement 4,02%<sup>28</sup> du capital.

Sur la base du dernier cours de bourse au 30 décembre 2016 (cours de clôture), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 12 mois :

AREVA SA - Analyse du cours de bourse au 30 décembre 2016

|                   | Cours<br>(€) | Volume<br>moyen<br>échangé | Volume<br>échangé<br>cumulé | Capital<br>moyen<br>échangé | Capital<br>moyen | % du              | capital <sup>(1)</sup> | % du              | flottant             |
|-------------------|--------------|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------|-------------------|------------------------|-------------------|----------------------|
|                   | (e)          | (K unités)                 | (K unités)                  | echange<br>(K€)             | cumulé (K€)      | Volume<br>échangé | Rotation du capital    | Volume<br>échangé | Rotation du flottant |
| Spot (30/12/2016) | 4,30         | 26,8                       | 26,8                        | 115                         | 115              | 0,01 %            | 0,01 %                 | 0,17 %            | 0,17 %               |
| CMPV 1 mois       | 4,54         | 32,8                       | 687,8                       | 149                         | 3 124            | 0,01 %            | 0,18 %                 | 0,21 %            | 4,48 %               |
| CMPV 60 jours     | 4,86         | 36,2                       | 2 173,4                     | 176                         | 10 568           | 0,01 %            | 0,57 %                 | 0,24 %            | 14,14 %              |
| CMPV 6 mois       | 5,40         | 45,3                       | 5 883,1                     | 244                         | 31 740           | 0,01 %            | 1,54 %                 | 0,29 %            | 38,29 %              |
| CMPV 12 mois      | 4,86         | 40,8                       | 10 476,3                    | 198                         | 50 936           | 0,01 %            | 2,74 %                 | 0,27 %            | 68,18 %              |

<sup>(1) :</sup> Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 30 décembre 2016), le volume d'actions AREVA SA échangé est de 10.476 milliers d'actions (soit environ 40,8 milliers d'actions / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 68,2%.

Même si le flottant peut apparaître limité, le critère du cours de bourse doit selon nous être examiné comme un critère pertinent.

Si l'on se place dans le cadre de la possible Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO), le cours de bourse devient un critère central pour apprécier le prix proposé.

Dans un contexte où il est prévu que le prix de l'Augmentation de capital réservée et celui proposé pour l'OPR-RO soient identiques compte tenu de la proximité des opérations, nous avons analysé le critère du cours de bourse.

# 3.2.2. L'actif net réévalué d'AREVA SA (ANR)

Le principe d'intégration des filières combustibles et ingénierie n'étant plus le modèle du groupe pour le futur et compte tenu des difficultés financières et de la restructuration en cours, une approche d'évaluation globale sur la base d'agrégats consolidés n'est pas une méthode appropriée.

S'agissant d'un groupe exerçant des activités diverses, dont certaines sont en cours de cession ou d'arrêt, l'approche d'évaluation qui nous semble la plus pertinente est celle de la somme des parties ou ANR (actif net réévalué), qui consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées pour chacun des actifs.

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> Actions détenues par le public.



Pour évaluer les actifs sous-jacents, nous avons procédé à une approche multicritères reposant, selon les cas, sur les méthodes suivantes :

- Actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- Multiples boursiers;
- Prix de transaction pour les cessions en cours au niveau du Groupe ;
- Valeur nette comptable.

Concernant l'actualisation des flux futurs de trésorerie, les plans d'affaires utilisés correspondent aux trajectoires financières validées par le Conseil d'Administration du 29 août 2016. Il nous a été confirmé qu'aucun évènement significatif n'était intervenu depuis cette date, susceptible de remettre en cause ces prévisions.

Par ailleurs, il convient de préciser qu'il existe deux hypothèses de trajectoires financières : le « cas central » et le « cas dégradé ». Seules les projections financières correspondant au « cas central » ont été retenues dans nos travaux d'évaluation.

Les valeurs ainsi obtenues ont ensuite été additionnées pour déterminer la valeur des fonds propres de la Société, après prise en compte de la dette financière nette ajustée, appréhendée sur la base des comptes consolidés d'AREVA au 30 juin 2016, corrigée du cash-flow opérationnel et non-opérationnel attendu pour le second semestre 2016 (atterrissage communiqué par le management le 8 décembre 2016).

# 3.2.3. Objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

Cette approche consiste à se référer aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers, dès lors que la société fait l'objet d'un suivi régulier.

Notre analyse a porté d'une part, sur les notes d'analystes publiées avant l'annonce du 15 juin 2016 et, d'autre part, sur les notes publiées entre le 15 juin et le 30 décembre 2016 (cf. §4).

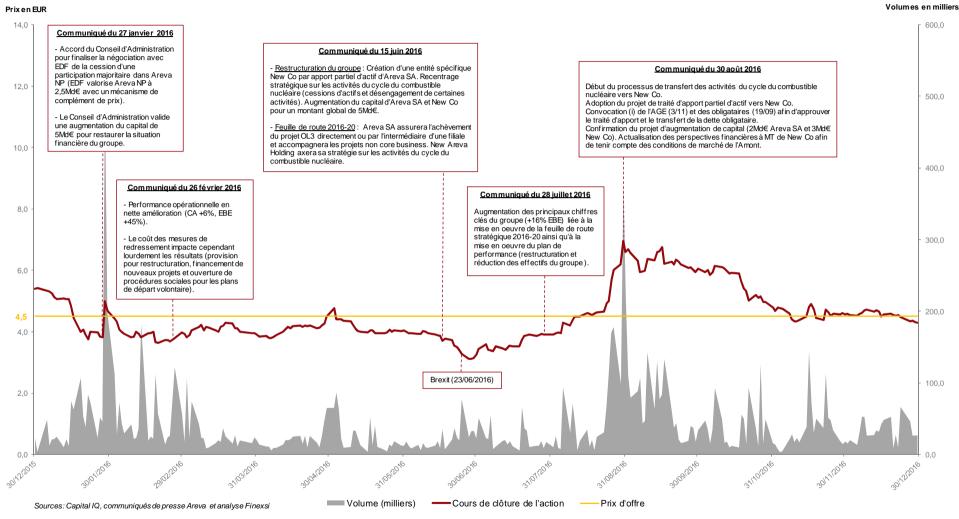
4 analystes (CM-CIC MARKET SOLUTIONS, ODDO SECURITIES, KEPLER CHEVREUX et NATIXIS) suivent de manière régulière le titre AREVA, malgré un flottant limité.

# 4. Valorisation de la société AREVA par référence au cours de bourse

L'évolution du cours et des volumes échangés sur les 12 derniers mois (au 30 décembre 2016) se présente comme suit :



#### Evolution du cours de l'action Areva sur les 12 derniers mois







#### Période à retenir

La question se pose de savoir quelle période retenir, afin que le cours de bourse pris comme référence d'appréciation ne soit pas affecté par les annonces, tant de l'opération d'augmentation de capital dilutive, que d'une éventuelle OPR-RO consécutive à la dilution annoncée dans NEW AREVA HOLDING.

L'analyse de l'information portée à la connaissance du marché est ici délicate, en raison du délai particulièrement long entre l'annonce et le lancement des opérations de restructuration<sup>29</sup> (soit 6 mois si l'on retient la communication d'AREVA du 15 juin 2016 comme l'annonce de l'Opération - cf. ci-après).

Il convient tout d'abord de relever que la Société a communiqué<sup>30</sup> dès le 30 juillet 2015 sur le projet d'une augmentation de capital significative dont le montant de 5 Md€ a été annoncé le 27 janvier 2016. L'existence d'un prêt bancaire de 1,2 Md€ pour assurer la continuité d'exploitation sur 12 mois a été annoncée le 28 février 2016, et les « anomalies » du Creusot ont été révélées le 29 avril 2016.

C'est lors du market update du 15 juin 2016 que des précisions ont été apportées sur la restructuration du Groupe dans les termes suivants :

#### «... Au début de l'année 2017 :

- L'enveloppe d'augmentation de capital de 5 milliards d'euros, à laquelle l'Etat a annoncé qu'il
  participerait en tant qu'actionnaire de référence et en assurerait le plein succès dans le
  respect de la règlementation européenne, serait répartie entre :
  - une augmentation de capital au niveau d'AREVA SA, souscrite notamment par l'Etat;
  - une augmentation de capital, souscrite par l'Etat ainsi que par des investisseurs stratégiques, au niveau de NEW CO.

L'allocation de l'enveloppe d'augmentation de capital de 5 milliards d'euros entre les deux entités reste à définir.

 A l'issue de cette opération, l'Etat détiendrait (directement et indirectement, notamment via AREVA SA) au minimum les deux tiers du capital de NEW CO, le solde du capital étant détenu par des investisseurs stratégiques.

Dans le cadre de la finalisation des opérations relatives à la redéfinition du périmètre d'AREVA SA, l'Etat veille au respect des droits des actionnaires minoritaires, en application de la réglementation boursière.

# Au cours de l'année 2017 :

• Les activités d'AREVA NP seraient cédées à EDF, directement ou via une structure juridique ad hoc, tandis que le contrat OL3 resterait dans le périmètre consolidé d'AREVA SA, qui en assurerait directement ou par l'intermédiaire d'une filiale, le bon achèvement, avec les moyens nécessaires et dans le respect des obligations contractuelles;

F

Comme nous l'avons vu au §2.3, l'accord des Autorités de la Concurrence et de la Commission européenne est nécessaire avant le lancement de l'opération (levée des conditions préalables).
 Cf. communiqués de presse AREVA des 30 juillet 2015, 27 janvier 2016, 28 février 2016, 29 avril 2016 et 15 juin 2016.



• Lors de la cession des activités d'AREVA NP à EDF, 15% à 25% du capital de l'entité cédée seraient transférés par AREVA SA à NEW CO... ».

Cette information a été reprise par certains analystes qui suivent la Société :

« L'Etat conservera entre 86.5% à 100% (**ce qui conduirait à un delisting**) d'Areva SA.»<sup>31</sup> (Oddo Securities - Alfred Glaser, 16 juin 2016).

«In fine, deux points sont à souligner : 1/ Areva SA pourrait faire l'objet d'un retrait de la cote<sup>32</sup> si hormis l'état français aucun autre actionnaire ne souscrivait à l'augmentation de capital dont 4 Md€ sont garantis par l'Etat français […]. » (Natixis - Philippe Ourpatian, 16 juin 2016).

Il ressort donc de ces éléments, que l'information relative aux modalités de la restructuration du Groupe, et au possible retrait de cote<sup>33</sup> d'AREVA SA consécutif, était perçue par le marché dès le 16 juin 2016.

L'analyse des cours sur la période postérieure à cette annonce appelle les remarques suivantes :

- Une baisse limitée du cours à la suite de l'annonce (3,87€ le 15 juin 2016) et jusqu'au 28 juin 2016 (3,12 €), qui peut s'expliquer par la proximité du Brexit intervenu le 23 juin 2016 ;
- Une tendance haussière sur le mois de juillet et jusqu'au 22 août 2016 (4,65 €) ;
- Une augmentation très significative et rapide jusqu'au 31 août 2016 (6,96 €) avec des volumes extrêmement importants ;
- Une tendance baissière jusqu'au 30 décembre 2016 (4,30 €) puis une hausse continue à compter du 4 janvier 2017 jusqu'à ce jour (cours de clôture de 5,20 € le 10 janvier 2017).

Il apparaît donc que le cours a connu des évolutions significatives depuis le 15 juin 2016 qui sont difficiles à interpréter mais qui intègrent probablement une part de spéculation autour de l'opération annoncée, notamment au cours du mois d'août 2016 et depuis début janvier 2017.

Pour apprécier le prix proposé il nous semble donc pertinent de retenir la période précédant « l'annonce » de l'Opération soit le 15 juin 2016<sup>34</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>31</sup> Soulignement par nous.

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Soulignement par nous.

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> On peut également relever que l'information avait été intégrée par les petits porteurs si l'on se réfère au forum du site Boursorama en date du 20 juin 2016 : « Les questions de la répartition de la dette et de l'augmentation de capital entre Areva SA et la New Co ne sont toujours pas résolues à ce stade, pointe également l'intermédiaire, qui n'exclut par ailleurs pas la possibilité d'un retrait de la cote d'Areva et a revu légèrement à la baisse ses prévisions opérationnelles (moins de croissance et marge d'Ebitda d'environ 25% à horizon 2020, contre 29% estimés). »

<sup>&</sup>lt;sup>34</sup> Date à laquelle des précisions ont été données au marché sur l'Opération et sur ces conséquences.



Sur cette base, les moyennes de cours jusqu'au 15 juin 2016 ressortent comme suit :

AREVA SA - Analyse du cours de bourse au 15 juin 2016

|                  | Cours | Volume<br>moyen<br>échangé | Volume<br>échangé<br>cumulé | Capital<br>moyen<br>échangé | Capital<br>moyen | the state of the s |                     | flottant          |                      |
|------------------|-------|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------|----------------------|
|                  | (€)   | (K unités)                 | (K unités)                  | echange<br>(K€)             | cumulé (K€)      | Volume<br>échangé                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Rotation du capital | Volume<br>échangé | Rotation du flottant |
| Spot (15/6/2016) | 3,87  | 9,340                      | 9,340                       | 36                          | 36               | 0,00 %                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 0,00 %              | 0,06 %            | 0,06 %               |
| CMPV 1 mois      | 3,99  | 14,525                     | 334,070                     | 58                          | 1 333            | 0,00 %                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 0,09 %              | 0,09 %            | 2,17 %               |
| CMPV 60 jours    | 4,17  | 20,711                     | 1 242,650                   | 86                          | 5 180            | 0,01 %                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 0,33 %              | 0,13 %            | 8,09 %               |
| CMPV 6 mois      | 4,33  | 36,345                     | 4 579,510                   | 157                         | 19 836           | 0,01 %                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 1,20 %              | 0,24 %            | 29,80 %              |
| CMPV 12 mois     | 5,68  | 32,582                     | 8 373,470                   | 185                         | 47 549           | 0,01 %                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2,19 %              | 0,21 %            | 54,49 %              |

<sup>(1) :</sup> Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

Sources: Capital IQ et analyse Finexsi.

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 15 juin 2016 :

AREVA SA - Analyse du cours de Bourse au 15 juin 2016

|                                               | Cours  | Prime induite par le<br>prix d'émission de<br>4,50 € sur le cours de<br>bourse |
|-----------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------|
| Cours spot au 15 juin 2016                    | 3,87 € | 16,2%                                                                          |
| CMPV* 1 mois                                  | 3,99 € | 12,8%                                                                          |
| CMPV 60 jours                                 | 4,17 € | 7,9%                                                                           |
| CMPV 6 mois                                   | 4,33 € | 3,9%                                                                           |
| CMPV 12 mois                                  | 5,68 € | -20,8%                                                                         |
| Cours le plus haut sur 12 mois <sup>(1)</sup> | 8,74 € | -48,5%                                                                         |
| Cours le plus bas sur 12 mois <sup>(2)</sup>  | 3,64 € | 23,6%                                                                          |

Source: Capital IQ, analyse Finexsi.

\*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

Sur les douze derniers mois avant le 15 juin 2016, le cours de bourse de la société AREVA a fluctué entre 3,64 € et 8,74 €.

Il nous semble utile de se référer aux moyennes 1 mois et 60 jours pour apprécier le prix proposé. Les autres moyennes qui remontent trop loin dans le temps et n'intègrent pas les informations sur la restructuration du Groupe ne sont pas pertinentes dans le cas présent.

Ainsi, le prix d'émission fait ressortir une prime de 16,2% par rapport au cours spot du 15 juin 2016 et des primes de 12,8% et 7,9% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

<sup>&</sup>lt;sup>(1)</sup> Le 12 août 2015.

<sup>(2)</sup> Le 19 février 2016.



# 5. Valorisation de la société AREVA SA par la méthode de l'actif net réévalué

L'actif net réévalué d'AREVA correspond à la somme des participations détenues par le groupe dans ses différentes activités. Nos travaux ont plus particulièrement porté sur les participations suivantes :

- New Areva Holding (§ 5.1);
- AREVA NP (§ 5.2);
- Autres actifs destinés à être cédés : CANBERRA, AREVA TA, ELTA, ADWEN (§ 5.3) ;
- LEGACY Co (dont OL3) (§ 5.4).

NEW AREVA HOLDING est évaluée en tenant compte de la dette qui lui est attachée. La dette nette résiduelle au niveau du groupe est quant à elle déduite de la somme des participations mentionnée ci-avant.

#### 5.1. NEW AREVA HOLDING

NEW AREVA HOLDING est née de l'Apport partiel d'actif réalisé par AREVA SA dans le cadre du Projet de Restructuration du groupe, lequel apport a été approuvé par l'assemblée générale d'AREVA SA le 3 novembre 2016.

#### 5.1.1. Présentation des activités de New Areva Holding

Recentrée sur la production et le recyclage des matières nucléaires et sur la gestion des déchets nucléaires, NEW AREVA HOLDING regroupe les activités suivantes :



<sup>&</sup>lt;sup>(1)</sup> N'est pas une entité juridique et correspond aux activités de support non opérationnel.

Notre approche d'évaluation consiste à valoriser indépendamment chacune des activités de NEW AREVA HOLDING présentées ci-après.



## 5.1.2. AREVA MINES

#### 5.1.2.1. Présentation de l'activité<sup>35</sup>

AREVA MINES est la société en charge de la recherche de gisements d'uranium, et de la production d'uranium naturel extrait des gisements en exploitation. Elle est également en charge de l'étude de projets miniers et du réaménagement des sites miniers après exploitation. L'activité exercée par AREVA MINES est la première étape du cycle nucléaire d'AREVA et précède les activités de conversion et d'enrichissement.

Dans le détail, les activités minières d'AREVA se présentent comme suit :

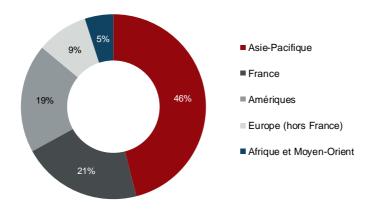
- Exploration et développement de gisements : consiste à découvrir de nouveaux gisements d'uranium grâce à la prospection par campagne aéroportée dans certains cas et par sondages dans tous les cas sur ses licences d'exploration. En cas de résultat positif des sondages, un modèle géologique est défini qui permettra d'aboutir à la publication de ressources d'uranium selon les normes internationales (cf. infra). Des études et des sondages complémentaires (développement) doivent ensuite être menés pour démontrer la faisabilité d'exploitation et aboutir au classement en réserves (ressources économiquement exploitables). Il faut compter 10 à 15 ans en moyenne entre le début de l'exploration et la réalisation du projet d'investissement pour l'exploitation.
- Extraction: l'extraction du minerai se réalise dans des mines à ciel ouvert ou souterraines, ou par forage (méthode ISR). Par ailleurs, les experts miniers d'AREVA testent et mettent régulièrement en œuvre des techniques innovantes, qui améliorent les performances des exploitations existantes et la sécurité des personnels.
- Traitement : la transformation se fait du minerai d'uranium en un concentré solide appelé "Yellow Cake" ("Gâteau Jaune", du fait de son aspect et de sa couleur). Les opérations de traitement du minerai comportent notamment le concassage et le broyage, la mise en solution, la purification, le lavage et enfin la précipitation, le séchage et la calcination.
- Réaménagement des anciens sites : le démantèlement, le réaménagement et la revégétalisation des sites miniers en fin d'exploitation sont réalisés en stricte conformité avec les normes environnementales en vigueur et en concertation avec les populations locales. AREVA garde également ces sites sous surveillance pendant au moins 5 ans.

AREVA est aujourd'hui le troisième acteur mondial en matière de production d'uranium (16% de la production mondiale) et dispose d'un portefeuille diversifié de mines en activité (Canada, Kazakhstan et Niger) et de projets au stade de développement (Afrique, Canada et Mongolie).

<sup>&</sup>lt;sup>35</sup> Source : site internet de la Société.



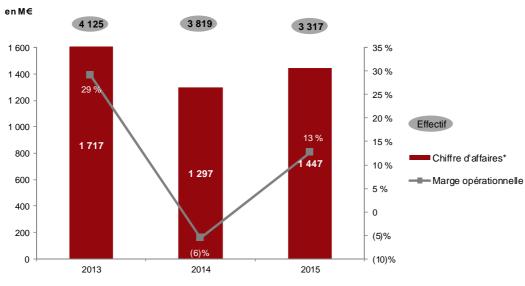
AREVA MINES - Répartition du CA 2015 par zone géographique



Source: Document de référence 2015

En 2014 et 2015, les performances financières d'AREVA MINES sont impactées par des dépréciations d'actifs, ce qui explique la baisse du taux de marge opérationnelle par rapport à l'année 2013.

AREVA MINES - Chiffres clés



\* CA contributif de la BU.

Sources: Documents de référence 2015, 2014



#### Périmètre d'AREVA MINES:

AREVA MINES possède plusieurs gisements d'uranium à différents stades de développement (exploration, développement, exploitation) et dispose également d'actifs non miniers que sont AREVA WATER (usine de dessalement d'eau de mer, située en Namibie), UG TRADING (société de négoce d'uranium sur les marchés internationaux, située en Allemagne). L'activité CENTRALE, située en France, a un rôle de commercialisation de l'uranium extrait par les mines et assure les fonctions supports et d'expertise technique de la BU.

Areva Mines - Périmètre

| Туре          | Description                             | Pays           |           | Gisement             | Part JV | Opérateur | Réserves* | Part Areva | Ressources** | Part Areva | Productio<br>2015 |
|---------------|-----------------------------------------|----------------|-----------|----------------------|---------|-----------|-----------|------------|--------------|------------|-------------------|
|               |                                         |                |           |                      |         |           | en tU     | en tU      | en tU        | en tU      | en tU             |
|               |                                         | Canada         | 1+1       | Cigar Lake (ARC)     | 37%     | Cameco    | 83 961    | 31 150     | 40 938       | 15 187     | 1 612             |
| Actifs        | Extraction puis                         | Canada         | ٠         | McArthur River (ARC) | 30%     | Cameco    | 127 757   | 38 583     | 24 667       | 7 448      | 2 221             |
|               | traitement du                           | Kazakhstan     | -         | Katco                | 51%     | Areva     | 9 197     | 4 690      | 27 106       | 13 824     | 4 109             |
| exploités     | minerai d'uranium                       | Niger          | •         | Cominak              | 34%     | Areva     | 9 595     | 3 262      | 947          | 322        | 546               |
|               |                                         | Niger          | •         | Somaïr               | 63%     | Areva     | 4 459     | 2 827      | 52 836       | 33 498     | 2 509             |
|               |                                         | Namibie        | <b>//</b> | Trekkopje            | 100%    | Areva     |           |            | 26 000       | 26 000     |                   |
|               |                                         | Niger          | •         | Imouraren            | 58%     | Areva     | 174 196   | 100 441    | 65 463       | 37 745     |                   |
|               |                                         | Rep. Centrafr. |           | Bakouma              | 100%    | Areva     |           |            | 36 475       | 36 475     |                   |
|               | Bude of                                 | Australie      | <b>**</b> | Koongarra (1)        | 100%    | Areva     |           |            |              |            |                   |
|               | - Etude et<br>construction des<br>mines | Canada         | 1+1       | Dawn Lake            | 23%     | Cameco    |           |            | 7 270        | 1 679      |                   |
|               |                                         | Canada         | 1+1       | Fox Lake             | 22%     | Cameco    |           |            | 26 195       | 5 700      |                   |
| Actifs        |                                         | Canada         | +         | Kiggavik             | 65%     | Areva     |           |            | 51 012       | 33 056     |                   |
|               | - Recherche de                          | Canada         | 1+1       | MidWest              | 69%     | Areva     |           |            | 3 889        | 2 689      |                   |
| non exploités | nouveaux                                | Canada         | +         | Shea Creek           | 51%     | Areva     |           |            |              |            |                   |
|               | gisements                               | Gabon          |           | Bagombé              | 100%    | Areva     |           |            | 5 420        | 5 420      |                   |
|               | Beater of the                           | Guinée         |           | Euronimba            |         |           |           |            |              |            |                   |
|               | - Remise en état                        | Mongolie       | ė .       | Sainshand            | 66%     | Areva     |           |            | 50 000       | 33 000     |                   |
|               |                                         | Niger          | •         | Arlit                | 100%    | Areva     |           |            | 20 403       | 20 403     |                   |
|               |                                         | Canada         | +         | Key Lake (2)         | 17%     | Cameco    | 283       | 47         |              |            |                   |
|               |                                         | Canada         | I+I       | McClean Lake         | 70%     | Areva     | 281       | 197        | 6 285        | 4 399      | 3                 |
| Total         |                                         |                |           |                      |         |           | 409 729   | 181 197    | 444 906      | 276 845    | 11 000            |
|               | Usine déssalement                       | Namibie        | <b>//</b> | Areva Water          | 100%    |           |           |            |              |            |                   |
| Actifs non    | Négoce                                  | Allemagne      |           | UG Trading           | 100%    |           |           |            |              |            |                   |
| miniers       | Holding/Vente                           | France         | П         | Central              | 100%    |           |           |            |              |            |                   |

<sup>(1)</sup> Areva a suspendu ses travaux de sondage au cours du second semestre 2015. La

Source : Document de référence 2015

#### Distinction ressources / réserves :

Les ressources et réserves sont définies comme suit dans le document de référence 2015 de la Société :

Les ressources minérales sont des concentrations dont la forme, la quantité et la teneur ou qualité sont telles qu'elles présentent des perspectives raisonnables d'extraction économique. La localisation, la quantité, la teneur, les caractéristiques géologiques et la continuité des ressources minérales sont connues, estimées ou interprétées à partir d'évidences et de connaissances géologiques spécifiques. Les ressources minérales sont subdivisées en ressources « mesurées », « indiquées » et « inférées ».

<sup>(2)</sup> Les réserves de Key Lake sont intégrées dans les flux du DCF ARC

<sup>\*</sup> Prouvées + probables, après application du rendement

<sup>\*\*</sup> Mesurées + indiquées + inférées



Les réserves minérales sont la partie économiquement et techniquement exploitable des ressources minérales mesurées ou indiquées, démontrées par au moins une étude de faisabilité préliminaire ou un projet d'exploitation. Cette étude inclut les informations adéquates relatives à l'exploitation minière, au traitement, à la métallurgie, aux aspects économiques et autres facteurs pertinents démontrant qu'il est possible, au moment de la rédaction du rapport, de justifier l'extraction rentable. On distingue les réserves minérales prouvées (partie économiquement et techniquement exploitable des ressources minérales mesurées) et les réserves minérales probables (partie économiquement et techniquement exploitable des ressources minérales indiquées et mesurées).

Il ressort que les réserves ont un caractère plus certain, plus établi que les ressources, en particulier en ce qui concerne la faisabilité économique de l'exploitation du gisement.

#### Marché de l'uranium :

Le marché de l'uranium est un marché de commodité avec un nombre d'acteurs restreint. En 2015, 60.700 tonnes d'uranium ont été produites, dont plus de 70% par les 5 principaux producteurs (KAZATOMPROM<sup>36</sup>, CAMECO<sup>37</sup>, AREVA, ROSATOM<sup>38</sup> et BHP BILLITON<sup>39</sup>).

La demande mondiale en uranium est en baisse depuis les événements de Fukushima de mars 2011 avec notamment une chute de la consommation en Allemagne et au Japon. L'industrie nucléaire doit également faire face depuis plusieurs années à la concurrence des gaz de schistes aux Etats-Unis.

A terme, le marché reste attendu en croissance avec une demande supérieure de 25% en 2025 par rapport à 2015<sup>40</sup>, notamment tirée par le redémarrage des réacteurs japonais et la croissance des besoins du parc chinois. L'augmentation attendue des prix de marché sous l'effet de la hausse de la demande devrait ainsi permettre la mise en exploitation de nouvelles mines.

<sup>36</sup> Société kazakh

<sup>37</sup> Société canadienne

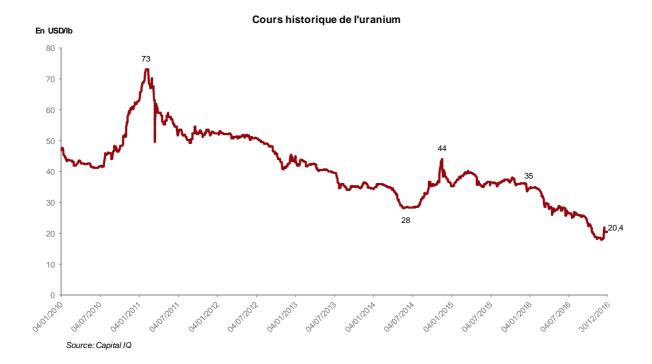
<sup>38</sup> Société russe

<sup>39</sup> Société australienne

<sup>&</sup>lt;sup>40</sup> Source: World Nuclear Association



L'évolution du cours de l'uranium depuis janvier 2010 se présente comme suit :



On peut constater que le cours de l'uranium a été divisé par près de deux en 2016, pour atteindre 20,4 USD par livre d'U<sub>3</sub>O<sub>8</sub> en décembre. Cette baisse du prix s'explique notamment par une déconnexion entre l'évolution de l'offre et de la demande. En effet, la production d'uranium a fortement cru ces dernières années, mais pas la demande.

Pour l'avenir, la société UX COMPANY (UXC), spécialiste du marché de l'uranium, a développé de manière indépendante une méthode pour déterminer et anticiper le prix de l'uranium. AREVA prend en compte ces prévisions ainsi que d'autres éléments de marché pour établir ses propres courbes de prix intégrées dans ses plans d'affaires. UX COMPANY, dont les prévisions nous ont été transmises par AREVA, anticipe une baisse des cours en 2017, puis une remontée continue par paliers conduisant progressivement, à horizon 2030, à une augmentation significative du prix de l'uranium.

# Matrice SWOT de la BU MINES :

#### **Forces**

- 3ème plus grand producteur d'uranium au monde, avec une part de marché production de 16% (2015) et 3ème acteur en termes de réserves à fin 2015 (181 KtU en 2015).
- Présence sur l'ensemble des activités minières (de l'exploration à la réhabilitation, y compris la commercialisation).
- Barrières à l'entrée très élevées restreignant les nouveaux entrants.
- Marge d'EBITDA (42% en 2015) supérieure à œlle des concurrents, grâce à des coûts de production plus faibles.
- Portefeuille diversifié de gisements miniers
- Carnet de commande important (9,1 Md€ fin 2015) et diversifié, protégeant d'une baisse des prixà court terme.
- La mine d'Imouraren représente un actif stratégique 100,5 KtU de réserves, soit la moitié des réserves d'Areva

### **Faiblesses**

- Un portefeuille de mines présentant un potentiel « risque pays » (Niger, Kazakhstan).

# **Opportunités**

- Prix de l'uranium amené à augmenter en raison d'une demande grandissante.
- Plusieurs actifs miniers en développement.
- Evolution favorable des cours de changes.

#### **Menaces**

- Evolution défavorable des cours de changes.
- Exposition au cours de l'Uranium: la mise en exploitation des mines aujourd'hui sous cocon dépend de la remontée du cours de l'uranium à un niveau suffisant.





#### 5.1.2.1. Evaluation d'AREVA MINES

#### 5.1.2.1.1. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'actif net réévalué sont les suivantes :

|             |                      |                                                  | DCF (1)      | Multiples boursiers | Valeur nette<br>comptable |
|-------------|----------------------|--------------------------------------------------|--------------|---------------------|---------------------------|
|             |                      | ARC (Canada)                                     | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
|             | S                    | Katco (Kazakhstan)                               | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
|             | oloité               | Somaïr (Niger)                                   | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
|             | s exp                | Cominak (Niger)                                  | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| 10          | Actifs exploités     | Water (Namibie)                                  | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| Areva Mines | 1                    | UG trading                                       | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| va N        |                      | Activité "centrale"                              | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| re          |                      |                                                  |              |                     |                           |
| a.          | tés                  | Imouraren (Niger)                                | ×            | $\checkmark$        | ×                         |
|             | cploi                | Sainshand<br>(Mongolie)                          | ×            | $\checkmark$        | ×                         |
|             | Actifs non exploités | Autres gisements<br>non exploités <sup>(2)</sup> | ×            | $\checkmark$        | ×                         |
|             | ifs no               | Euronimba (Guinée)                               | ×            | ×                   | $\checkmark$              |
|             | Acti                 | Bakouma (RCA)                                    | ×            | ×                   | $\checkmark$              |

<sup>(1)</sup> Les DCF n'incluent pas de valeur terminale à l'exception de "Water" et "UG trading"

#### 5.1.2.1.2. Mise en œuvre de la valorisation des actifs en exploitation

Les actifs en exploitation ont été valorisés sur la base des plans d'affaires communiqués par le management. Ces plans modélisent l'exploitation des mines existantes jusqu'à épuisement de leurs ressources en uranium et incluent les coûts relatifs à la remise en état des sites après exploitation. En conséquence, nous n'avons pas considéré de valeur terminale dans l'actualisation des flux de trésorerie relatifs à ces actifs.

Aucune nouvelle mine n'a été intégrée dans les plans d'affaires d'AREVA, en contrepartie, aucun frais d'exploration / prospection n'a été intégré dans les flux. Cette hypothèse revient à valoriser de potentiels nouveaux gisements qui seraient découverts par AREVA à hauteur des frais de d'exploration / prospection qui, dans la pratique, vont continuer d'être engagés.

Pour des raisons de confidentialité, les hypothèses des plans d'affaires utilisés ne sont pas mentionnées dans le présent rapport.

<sup>(2)</sup> Trekkopje, Bagombé, Arlit et autres gisements canadiens



#### Taux d'actualisation

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, en tenant compte du risque spécifique et du taux d'IS attachés à chaque pays. Il en résulte des taux d'actualisation différenciés en fonction de la situation géographique des différents actifs :

|       |                                 | Taux sans risque (1) | Spread pays (2) | Prime de risque (3) | Béta<br>désendetté <sup>(4)</sup> | Gearing cible (4) | Taux d'IS | Béta<br>endetté | Coût de la dette<br>avant IS <sup>(6)</sup> | СМРС  |
|-------|---------------------------------|----------------------|-----------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------|-----------|-----------------|---------------------------------------------|-------|
|       | ARC (Canada)                    | 0,46%                | 0,0%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 26,5%     | 1,20            | 3,9%                                        | 8,3%  |
|       | Katco (Kazakhstan)              | 0,46%                | 2,7%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 20,0%     | 1,21            | 3,9%                                        | 10,7% |
| Mines | Somaïr (Niger)                  | 0,46%                | 6,3%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 30,0%     | 1,19            | 3,9%                                        | 13,7% |
|       | Cominak (Niger)                 | 0,46%                | 6,3%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 30,0%     | 1,19            | 3,9%                                        | 13,7% |
| Areva | Water (Namibie)                 | 0,46%                | 2,7%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 32,0%     | 1,19            | 3,9%                                        | 10,5% |
|       | UG trading<br>(Allemagne)       | 0,46%                | 0,0%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 29,7%     | 1,19            | 3,9%                                        | 8,2%  |
|       | Activité "centrale"<br>(France) | 0,46%                | 0,0%            | 7,2%                | 1,08                              | 13,9%             | 34,4%     | 1,18            | 3,9%                                        | 8,2%  |

<sup>(1)</sup> Source: Banque de France, moyenne 1 an taux OAT 10 ans au 30/12/2016

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017<sup>41</sup>.

#### Description des actifs valorisés

Les principaux actifs valorisés dans les plans d'affaires du management sont présentés ci-après :

- ARC<sup>42</sup> (Canada): mines de CIGAR LAKE (détenue en joint-venture à 37%), MCARTHUR RIVER (détenue en joint-venture à 30%) et KEY LAKE (détenue en joint-venture à 17%);
- KATCO (Kazakhstan): détenue par AREVA MINES à 51%;
- COMINAK (Niger): détenue par AREVA MINES à 34%;
- SOMAÏR (Niger): détenue par AREVA MINES à 63%<sup>43</sup>;
- Water (Namibie) détenue par AREVA MINES à 100%

<sup>(2)</sup> Source : Damodaran

<sup>(3)</sup> Source : moyenne 2016 Associés en Finance et analyse Finexsi

<sup>(4)</sup> Source : Capital IQ, béta désendetté et gearing moyens des comparables. Le détail de l'échantillon de comparables boursiers retenu est présenté en Annexe 2.

<sup>(5)</sup> Source : KPMG, "Corporate tax rate table"

<sup>(6)</sup> Source : Comptes consolidés d'Areva SA 30/06/2016, moyenne pondérée des taux d'emprunts obligataires par la valeur nominale des emprunts obligataires au 30/06/2016

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> Les flux du second semestre 2016 sont repris dans l'ajustement de dette nette et correspondent à l'estimation de l'atterrissage au 31décembre 2016 communiqué par la Société.

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> AREVA RESOURCES CANADA.

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> Via CFMM et AREVA MINES.

Il s'agit d'une usine de dessalement détenue par AREVA en Namibie.

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2040 et avons considéré une valeur terminale dans la mesure où l'activité devrait se poursuivre au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires.

Nous avons considéré dans le flux terminal, un taux de croissance à l'infini de 1% ainsi qu'une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite (2040).

- Activité Trading UG (Allemagne) - détenue par AREVA MINES à 100%

Il s'agit d'une activité de trading d'uranium (achats / ventes) sur le marché, sans lien avec la production des mines détenues par AREVA.

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2030 du management. L'activité ayant vocation à se poursuivre au-delà de 2030, nous avons considéré une valeur terminale.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Une continuité des volumes négociés et de la marge standard de trading ;
- Des investissements et des amortissements nuls.

Nous avons considéré dans le flux terminal, un taux de croissance à l'infini de 1% ainsi qu'une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite (2030).

Activité centrale (France)

L'activité centrale, basée en France, achète la production des mines pour la revendre aux clients finaux. Cette activité regroupe également les fonctions supports d'AREVA MINES, basées au siège d'AREVA à la Défense.

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires qui tient compte de la durée prévisible d'exploitation des gisements aujourd'hui non exploités (cf. ci-après), sans intégrer de valeur terminale.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- L'utilisation de la courbe de prix de l'uranium établie par AREVA, plus favorable que celle établie par la société UxC à compter de 2025 ;
- Des coûts supports stables sur la période.



#### 5.1.2.1.3. Mise en œuvre de la valorisation des gisements non exploités

La mise en exploitation de ces gisements n'est pas prévue à court terme et est fortement dépendante des conditions de marché (évolution du prix de l'uranium et de la demande), raison pour laquelle il n'existe pas, à ce jour, de projections financières fiables les concernant.

Dans ces conditions, nous avons privilégié une approche fondée sur les multiples de ressources extériorisés par un échantillon de sociétés cotées comparables<sup>44</sup>, étant précisé que nous n'avons pas identifié d'information publique suffisante pour déterminer des multiples de réserves de sociétés cotées.

Notre échantillon est composé de sociétés cotées engagées dans l'exploration de mines d'uranium et dont la taille est comparable à celle d'AREVA MINES. Nous avons identifié les sociétés suivantes :

- NEXGEN ENERGY LTD est une entreprise d'exploration et d'acquisition de mines d'uranium au Canada. Son actif principal est le projet Rook I. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée au Canada.
- FISSION URANIUM CORP est une entreprise d'exploration, de développement, d'évaluation et d'acquisition de mines d'uranium au Canada. Son actif principal est le projet *Patterson Lake South*. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange depuis 2013.
- DENISON MINES est une entreprise d'exploration, de développement et d'extraction de mines d'uranium au Canada, au Mali, en Namibie et en Zambie. Ses principaux actifs se situent au Canada, et comprennent notamment McClean Lake (22,5%) et Midwest (25%). La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée au Canada.
- **UEX Corp** est une entreprise d'exploration et de développement de mines d'uranium au Canada. Son actif principal est *Shea Creek*. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange depuis 2001.
- BERKELEY ENERGIA LIMITED est une entreprise d'exploration et de développement de mines d'uranium en Australie et en Espagne. La société est cotée sur l'Australian Securities Exchange et est basée au Royaume-Uni.
- Toro Energy Limited est une entreprise d'exploration et de développement de mines d'uranium en Australie dont l'actif principal est le projet Wiluna. La société est cotée sur l'Australian Securities Exchange.
- VIMY RESOURCES LIMITED est une entreprise d'exploration et de développement de mines d'uranium en Australie dont l'actif principal est le projet Mulga Rock. La société est cotée sur l'Australian Securities Exchange.

Cet échantillon a été scindé en deux en retenant d'une part, un échantillon restreint composé des sociétés canadiennes ayant la particularité de détenir des actifs en exploration majoritairement situés au Canada et, d'autre part, un échantillon élargi incluant l'ensemble des comparables.

F

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> La méthode des multiples issus de transactions comparables a été écartée en raison d'une information publique limitée concernant des transactions récentes, de taille et de localisation géographique comparables aux gisements détenus par AREVA.



Les multiples de ressources issus des échantillons restreints et élargis se présentent comme suit :

**AREVA MINES - Multiples boursiers** 

| en K€                    | Capitalisation boursière | Valeur<br>d'entreprise (VE) | VE/ressources<br>(2015) |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| NexGen Energy Ltd.       | 402 874                  | 385 409                     | 1,91x                   |
| Fission Uranium Corp.    | 198 089                  | 161 888                     | 1,50x                   |
| Denison Mines Corp.      | 229 170                  | 218 099                     | 1,51x                   |
| UEX Corporation          | 38 595                   | 33 224                      | 0,38x                   |
| Echantillon restreint    |                          |                             |                         |
| Moyenne                  |                          |                             | 1,32x                   |
| Médiane                  |                          |                             | 1,50x                   |
| Berkeley Energia Limited | 124 665                  | 117 052                     | 1,31x                   |
| Toro Energy Limited      | 55 351                   | 56 453                      | 0,67x                   |
| Vimy Resources Limited   | 47 827                   | 50 008                      | 0,51x                   |
| Echantillon élargi       |                          |                             |                         |
| Moyenne                  |                          |                             | 1,11x                   |
| Médiane                  |                          |                             | 1,31x                   |

Sources : Capital IQ, documents de référence 2015 des sociétés comparables

Le multiple médian extériorisé par l'échantillon restreint (1,50x) a été utilisé pour évaluer les gisements d'AREVA situés au Canada, ainsi que les gisements d'IMOURAREN et SAISHAND afin de refléter leurs caractéristiques spécifiques<sup>45</sup>.

Le multiple médian extériorisé par l'échantillon élargi (1,31x) a pour sa part été retenu pour évaluer les autres gisements situés en Afrique (BAGOMBE, TREKKOPJE et ARLIT) afin de tenir compte de conditions d'exploitation plus difficiles (accès aux sites, infrastructures moins développées, sécurité...).

Nous avons appliqué ces multiples aux ressources des différentes mines non exploitées.

Concernant les mines non exploitées présentant des réserves (IMOURAREN et MCLEAN LAKE), et en l'absence d'informations publiques nous permettant de déterminer des multiples de réserves, nous avons également appliqué les multiples de ressources aux réserves détenues par AREVA.

Concernant IMOURAREN, il convient de préciser qu'il s'agit d'un actif exceptionnel par sa taille mais dont l'horizon d'exploitation est lointain et qui nécessite des investissements importants. Compte tenu de ces éléments il nous est apparu plus pertinent d'évaluer ce gisement sur la base des multiples et non sur la base des flux futurs de trésorerie.

L'ensemble de ces paramètres, tels que retenus par nos soins, est favorable à la valeur d'AREVA, dans la mesure où ils valorisent les ressources et réserves, sans prise en compte du seuil de rentabilité des gisements en fonction de l'évolution du prix de l'uranium, alors même que le prix actuel justifie leur mise sous cocon.

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> IMOURAREN, situé au Niger, est un actif exceptionnel par sa taille puisqu'il constitue à ce jour l'un des plus importants gisements au monde. SAISHAND, situé en Mongolie, est un gisement qui présente des conditions d'exploitation favorables (mine exploitée par la méthode ISR - In situ Recovery) avec pour conséquence des niveaux d'investissements faibles et des coûts de production compétitifs.



Nous avons retenu les quantités mentionnées dans le cahier des réserves et ressources ainsi que dans les études techniques qui peuvent, dans certains cas, être plus élevées que celles présentées dans le document de référence 2015.

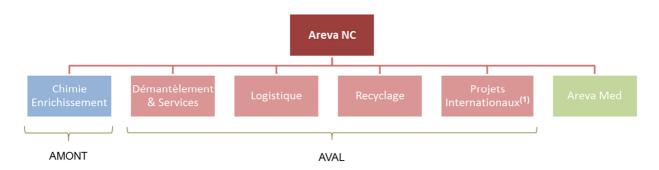
Les autres actifs miniers du groupe (BAKOUMA et EURONIMBA) ont été retenus pour leur valeur nette comptable au 30 juin 2016 (42 M€) pour les raisons suivantes :

- BAKOUMA est un gisement situé en République Centrafricaine qui présente des perspectives d'exploitation lointaines et des obstacles importants à sa mise en œuvre (gisement situé au milieu de la forêt équatoriale, sans infrastructure pour y accéder et sans électricité);
- EURONIMBA est une mine de fer située en Guinée dans laquelle AREVA détient une participation minoritaire de 13%.

#### 5.1.3. **AREVA NC**

AREVA NC, anciennement COGEMA, créée en 1976, est une entreprise spécialisée dans les activités liées au cycle de l'uranium en tant que combustible nucléaire : production et enrichissement du combustible, traitement et recyclage des combustibles usés, logistique nucléaire, assainissement et démantèlement d'installations.

L'organigramme ci-dessous présente les *business units* (ci-après « BU ») appartenant à AREVA NC qui ont fait l'objet de travaux de valorisation séparés :



(1) « Projets Internationaux » est une ligne de produits au sein de la BU recyclage.

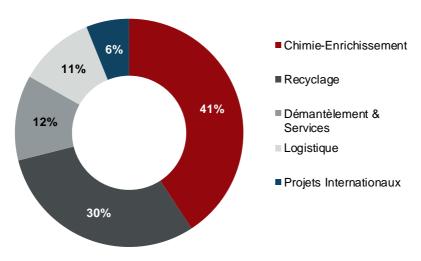
Les <u>activités Amont</u> regroupent l'ensemble des activités qui se situent en amont de la production électrique d'origine nucléaire : la conversion et les services d'enrichissement de l'uranium. AREVA est l'un des leaders mondiaux dans l'amont du cycle nucléaire.

Les <u>activités Aval</u> proposent des solutions de gestion de fin de cycle des combustibles usés : traitement-recyclage, assainissement et valorisation des sites (démantèlement et services) et logistique. AREVA développe son expertise au niveau international (ligne de produits Projets internationaux) et est leader mondial dans le domaine de l'aval du cycle du combustible nucléaire.

AREVA MED est la filiale médicale d'AREVA qui développe des thérapies anticancéreuses innovantes à partir du plomb-212. Elle n'a pas réalisé de chiffre d'affaires en 2015.



AREVA NC - Contribution des BU au CA consolidé 2015



Source: Document de référence 2015

Nos travaux intègrent également l'évaluation des éléments suivants :

- Corporate New Areva Holding, correspondant aux coûts centraux de la société ;
- Ajustement de fiscalité, correspondant aux économies d'impôts réalisées au niveau de la structure juridique AREVA NC et à la possibilité d'intégration fiscale ;
- Autres filiales (dont Insurance & Reinsurance...).

Nous présenterons ci-après les *business units* d'AREVA NC et les travaux de valorisation effectués pour chacune d'entre elles.



#### 5.1.3.1. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'ANR sont les suivantes :

|          |                                                           | DCF          | Multiples boursiers | Valeur nette<br>comptable |
|----------|-----------------------------------------------------------|--------------|---------------------|---------------------------|
|          | Chimie &<br>Enrichissement                                | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| 4.5      | Logistique                                                | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| a NC     | Recyclage                                                 | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| Areva NC | Démantèlement et services                                 | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| ,        | Projets<br>internationaux                                 | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
|          | Areva Med <sup>(1)</sup>                                  | $\checkmark$ | ×                   | ×                         |
| а        | eur des titres des<br>utres filiales et<br>participations | ×            | ×                   | $\checkmark$              |
|          | ité "Corporate" au<br>reau de NewCo                       | ✓            | ×                   | ×                         |
|          | stement Fiscal au<br>veau de NewCo                        | ✓            | ×                   | ×                         |

<sup>(1)</sup> Les DCF Areva Med n'incluent pas de valeur terminale. Les flux ont été considérés jusqu'à la fin des partenariats en cours.

En l'absence de sociétés cotées pleinement comparables aux activités d'AREVA NC, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode d'évaluation par les multiples boursiers. Nous nous sommes cependant référés à des échantillons de sociétés cotées jugées suffisamment proches des activités des différentes BU (à l'exception de la BU Logistique) pour identifier les bétas<sup>46</sup> et les *gearing*<sup>47</sup> à retenir dans le cadre de la détermination des taux d'actualisation (cf. ci-après).

#### 5.1.3.2. Mise en œuvre de la valorisation

Les *business units* d'AREVA NC ont été valorisées sur la base des plans d'affaires communiqués par le management, modélisés sur des horizons différents en fonction des caractéristiques propres à chaque activité.

Comme pour l'activité Mines, les hypothèses détaillées des plans d'affaires ne sont pas mentionnées dans le présent rapport pour des raisons de confidentialité.

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Le béta mesure la sensibilité du rendement d'un titre aux fluctuations de l'indice de marché.

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Ratio Dette / Fonds Propres.



#### Taux d'actualisation

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), en tenant compte des spécificités de chaque activité. Celles-ci étant principalement situées en France, il n'a pas été retenu de prime de risque pays.

|        |                                       | Taux sans<br>risque <sup>(1)</sup> | Prime de<br>risque <sup>(2)</sup> | Béta<br>désendetté | Gearing<br>cible | Taux d'IS (6) | Béta<br>endetté | Coût de la dette<br>avant IS <sup>(7)</sup> | CMPC  |
|--------|---------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|--------------------|------------------|---------------|-----------------|---------------------------------------------|-------|
|        | Chimie &<br>Enrichissement            | 0,46%                              | 7,2%                              | 0,87 (3)           | 22,1% (3)        | 34,4%         | 0,99            | 3,9%                                        | 6,7%  |
|        | Logistique                            | 0,46%                              | 7,2%                              | 0,83 (4)           | 69,8% (4)        | 34,4%         | 1,31            | 3,9%                                        | 6,4%  |
| 2 2    | Recyclage : activité industrielle     | 0,46%                              | 7,2%                              | 0,80 (3)           | 49,4% (3)        | 34,4%         | 1,06            | 3,9%                                        | 6,2%  |
| ב<br>ב | Recyclage : Projets<br>Internationaux | 0,46%                              | 7,2%                              | 0,88 (5)           | 49,4% (3)        | 34,4%         | 1,27            | 3,9%                                        | 6,8%  |
|        | Démantèlement &<br>Services           | 0,46%                              | 7,2%                              | 0,88 (5)           | 49,4% (3)        | 34,4%         | 1,27            | 3,9%                                        | 6,8%  |
|        | Areva Med                             | 0,46%                              | 7,2%                              | 1,67 (3)           | 0,0% (3)         | 34,4%         | 1,67            | 3,9%                                        | 12,4% |

- (1) Source: Banque de France, moyenne 1 an taux OAT 10 ans au 30/12/2016
- (2) Source : moyenne 2016 Associés en Finance et analyse Finexsi
- (3) Source : Capital IQ, béta désendetté et gearing moyens des comparables. Le détail de l'échantillon de comparables boursiers retenu est présenté en Annexe 2
- (4) Source: en l'absence de comparables cotés, nous avons retenu le beta désendetté « Transportation » de Damodaran, augmenté d'une prime spécifique de 20% afin de tenir compte des spécificités du transport de matières nucléaires, non reflétées dans le béta sectoriel Damodaran. Le gearing correspond également au secteur "Transportation" de Damodaran.
- (5) Source: Capital IQ, béta désendetté moyen des comparables retenu pour la BU "Recyclage", augmenté d'une prime de risque spécifique de 10% afin de tenir compte (i) d'un environnement concurrentiel pour la BU "Démantèlement & Services" sensiblement plus importante que pour la BU "Recyclage" et (ii) de risques spécifiques liés à la non réalisation de certains contrats inclus dans les flux du plan d'affaires mais toujours en cours de négociation pour la BU "Projets Internationaux"
- (6) Source: KPMG, "Corporate tax rate table"
- (7) Source : Comptes consolidés d'Areva SA 30/06/2016, moyenne pondérée des taux d'emprunts obligataires par la valeur nominale des emprunts obligataires au 30/06/2016

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017<sup>48</sup>.

#### 5.1.3.3. BU Chimie-Enrichissement

La BU Chimie-Enrichissement est la première des activités Amont, avant la BU Combustible (intégrée au périmètre d'AREVA NP et cédée à EDF).

#### 5.1.3.3.1. Présentation de l'activité

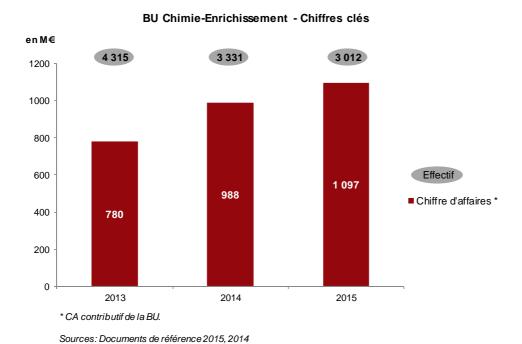
Dans l'amont du cycle combustible nucléaire, la BU Chimie-Enrichissement intervient directement après l'extraction minière pour convertir l'uranium naturel en hexafluore d'uranium, puis l'enrichir en augmentant sa concentration en uranium 235. Ce procédé permet à l'uranium de devenir utilisable dans les réacteurs nucléaires de production d'électricité.

Plus précisément, l'activité de la business unit se décompose comme suit :

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> Les flux du second semestre 2016 sont repris dans l'ajustement de dette nette et correspondent à l'estimation de l'atterrissage au 31 décembre 2016 communiqué par la Société.



- Conversion : services de conversion de l'uranium naturel en hexafluorure d'uranium (UF<sub>6</sub>). L'uranium extrait des mines n'est pas utilisable en l'état dans les réacteurs nucléaires de production d'électricité, il doit être transformé pour servir de combustible.
- Enrichissement : la teneur en uranium 235 de l'uranium naturel (0,7%) doit être augmentée afin de satisfaire aux exigences des centrales nucléaires (3 à 5%). Cet enrichissement s'effectue par le procédé de centrifugation.
- Chimie : transformation de l'uranium appauvri généré par la phase d'enrichissement et valorisation de l'uranium récupéré après le traitement des combustibles usés.



**BU Chimie-Enrichissement - Aperçu des activités** 

|                          | Conversion                                            | Chimie                                 | Enrichissement                 |
|--------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------|
| Site industriel Capacité | Comurhex I<br>(Malvési et Tricastin)<br>14 000 tU /an | Pierrelatte<br>(usines TU2, W, et TU5) | Georges Besse II<br>7,5 Mt UTS |
| Projet                   | Con                                                   | nurhex II<br>lement 2018)              |                                |
| Capacité                 | 15 0                                                  | 00 tU /an                              |                                |

#### Matrice SWOT de la BU Chimie-Enrichissement :

Le marché de la conversion et de l'enrichissement de l'uranium est marqué aujourd'hui par un surdimensionnement de l'offre par rapport à la demande.



Cette surcapacité des acteurs mondiaux entraîne une baisse du prix de l'uranium converti, qui se trouve aujourd'hui en bas de cycle.

Un retour à l'équilibre entre offre et demande est prévu en 2020 pour le marché de la conversion, et en 2030 pour celui de l'enrichissement.

Ce déséquilibre se traduit par des difficultés financières pour certains acteurs du secteur.

#### **Forces**

- 50 ans d'expérience dans l'exploitation d'usines de conversion et part de marché de 25% de la production mondiale d'uranium enrichi.
- Un actif industriel renouvelé et l'usage de la centrifugation dans l'usine GB II depuis 2011 (technologie plus efficace et moins couteuse que la précédente).
- Peu d'acteurs concurrents sur les marchés de la conversion et de l'enrichissement (barrières à l'entrée).
- Carnet de commande important (11,2 Md€), avec des prix contractuels souvent supérieurs à ceux du marché actuel.

### **Faiblesses**

- Impossibilité d'accéder au marché Russe, largement dominé par Rosatom.
- Exposition à la variation du cours de l'uranium.

# <u>Opportunités</u>

- Mise en production en 2016 de l'usine de conversion Comurhex II à Malvési et livraison de l'usine de Pierrelatte en 2018.

#### Menaces

- Le marché de la conversion connaît une récente baisse due à une surcapacité du marché.
- Marché régulé par des considérations géopolitiques et environnementales, même si leur impact est de plus en plus réduit.

#### 5.1.3.3.2. Evaluation de la BU Chimie-Enrichissement

Nous avons mené nos travaux sur la base de 3 plans d'affaires afin de valoriser séparément chaque usine/activité portée par la BU ainsi que les intérêts minoritaires correspondants :

- Le plan d'affaires Enrichissement « SET » ;
- Le plan d'affaires Conversion « Comurhex II » ;
- Le plan d'affaires « solde » représentant la différence entre le plan d'affaires de l'ensemble de la BU et les deux plans d'affaires précédents.



Comme indiqué précédemment, les hypothèses détaillées des plans d'affaires ne sont pas mentionnées pour des raisons de confidentialité.

#### Activité d'enrichissement « SET »

Le management nous a communiqué son plan d'affaires sur la période 2017-2060, correspondant à la durée du cycle industriel de l'usine.

Par ailleurs, AREVA détient 95% du capital de SETH (société holding de SET qu'elle détient à 100%). Les 5% d'intérêts minoritaires résiduels ont été valorisés sur la base de notre évaluation et viennent en diminution de la valeur d'entreprise de SETH revenant à AREVA.

#### Activité conversion « Comurhex II »

Le management nous a communiqué un plan d'affaires sur la période 2017-2058 correspondant à la durée du cycle industriel de l'usine.

#### Activité « Solde »

Le management nous a communiqué un plan d'affaires relatif à l'ensemble de la BU avec un horizon explicite jusqu'en 2025. En soustrayant les flux des deux plans d'affaires précédents, nous obtenons un plan d'affaires concernant les autres activités de la BU (activité « Solde »). Les revenus sont principalement composés des ventes d'UTS<sup>49</sup> auprès des tiers et des ventes de services liés aux autres activités de la BU. Les coûts sont composés des coûts d'achat et des coûts de supply chain mais également des coûts de plateforme du Tricastin, non affectés à SET ou à Comurhex II.

#### 5.1.3.4. BU Logistique Nucléaire

#### 5.1.3.4.1. Présentation de l'activité

AREVA est l'acteur de référence dans les activités de conception, agrément et fabrication d'emballages et d'équipements spécialisés, de transport et d'entreposage de matières nucléaires.

L'activité Logistique Nucléaire, dont la dénomination commerciale est « AREVA TN », intervient en amont et en aval du cycle. Cette BU exerce deux métiers principaux : la conception, l'agrément auprès d'autorités compétentes et la fabrication d'emballages spécialisés ainsi que la gestion de la chaîne logistique des matières nucléaires.

Etroitement liée à la BU Recyclage, la BU Logistique repose également sur les relations commerciales avec EDF, qui est le principal expéditeur en Europe de combustible usé vers l'usine de recyclage de La Hague (près de 200 transports chaque année), en application du contrat cadre ATR<sup>50</sup>.

F

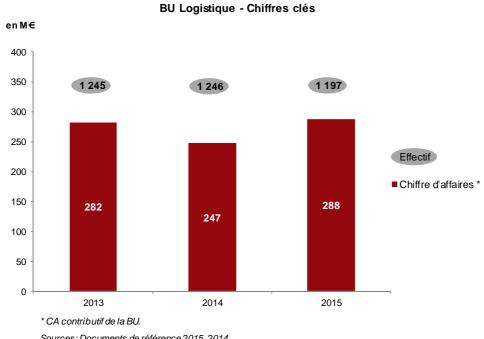
<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> La production d'une usine d'enrichissement s'exprime en Unité de Travail de Séparation (UTS).

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> Accord Traitement Recyclage.



Le stockage intérimaire à sec représente une activité importante d'AREVA TN notamment avec le retard de mise en place de sites de stockage géologiques entrainant une croissance du stockage intérimaire à sec dans des emballages.

Enfin, l'activité Logistique est très soutenue au plan commercial aux Etats-Unis et en Asie.



Sources: Documents de référence 2015, 2014

# **BU Logistique - Aperçu des activités**

| Entreposage à sec  |                                | Stockage intérimaire dans un conteneur de combustible usé ayant refroidi plus d'un an                                                           |
|--------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Transport aval     | les plus<br>intes              | Transport du combustible usé et de déchets radioactifs des centrales nucléaires vers les infrastructures de recyclage                           |
| Logistique déchets | Activités les pl<br>récurentes | Conception, approvisionnement, accréditation des conteneurs, transport et gestion de flotte                                                     |
| Transport amont    | Acti                           | Transport du combustible de l'extraction minière à la centrale nucléaire, en passant par les infrastructures de conversion et d'enrichissement. |

Sources : Société, Document de référence 2015



#### Matrice SWOT de la BU Logistique :

#### **Forces**

- Leader mondial en termes de traitement / recyclage des combustibles usés.
- L'usine de La Hague est la seule à fonctionner industriellement.
- Développement du procédé innovant d'incinération/vitrification.
- Contrat très important avec EDF assurant une demande soutenue jusqu'en 2040.

# **Faiblesses**

- L'activité repose très majoritairement sur EDF.
- Les contrats de traitements/recyclage étrangers ne couvrent pas encore les frais fixes et ont conduit à signer des contrats de niches de traitement des combustibles particuliers.
- Nécessité de maintenir des investissements élevés.

# **Opportunités**

- Développement de la gestion en « cycle fermé » (réutilisation du combustible usé) pour la faire apparaître comme la solution de référence (plus de flexibilité et moins onéreuse).
- Prévisions d'augmentation du volume de combustibles usés au cours des prochaines années (+70% d'ici à 2030).

# **Menaces**

- Développement de la concurrence de l'entreposage à sec des combustibles usés et de la régionalisation des activités de recyclage
- Vieillissement de certaines usines, source d'investissements coûteux.
- Cadre règlementaire lourd et évolutif.
- Incertitude sur le planning de redémarrage des réacteurs Japonais

#### 5.1.3.4.2. Evaluation de la BU logistique nucléaire

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2025 du management.

Cependant, l'activité de cette BU étant étroitement liée au contrat cadre ATR<sup>51</sup> conclu avec EDF jusqu'en 2040, nous avons extrapolé les prévisions du management jusqu'à cette date afin d'intégrer pleinement les conséquences de ce contrat dans la valorisation.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sur la période 2017-2040 sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 1,7% sur la période ;
- Une marge d'EBITDA stable ;
- Des aléas commerciaux représentant le risque de perte de marchés aux Etats-Unis ainsi que le risque de non réalisation de projets en Europe;
- Un impôt normatif de 34,43%.

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup> Accord Traitement Recyclage





#### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%;
- Une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite ;
- Des investissements fixés au même niveau que les dotations aux amortissements ;
- Des aléas commerciaux en ligne avec ceux de la dernière année de l'horizon explicite.

#### 5.1.3.5. BU Recyclage (activité industrielle et Projets internationaux)

#### 5.1.3.5.1. Présentation de l'activité

AREVA est l'acteur de référence mondial dans le domaine du recyclage des combustibles usés. AREVA assure le traitement et le recyclage des matières recyclables en cycle fermé, ainsi que le conditionnement des déchets ultimes (qui restent la propriété du client).

Après utilisation en réacteur à eau légère, les combustibles nucléaires contiennent environ 96% de matières recyclables. Le recyclage du combustible consiste d'abord à séparer ces matières valorisables des déchets ultimes, puis à les traiter.

Les déchets ultimes (4%) sont conditionnés en *colis standards de déchets*, qui permettent leur entreposage et leur transport dans les meilleures conditions de sûreté.

Les matières valorisables (96%) sont récupérées afin d'être recyclées. L'uranium (95%) est recyclé sous forme de combustible URE<sup>52</sup> ou entreposé sous forme stable, et le plutonium (1%) est recyclé sous forme de MOX<sup>53</sup> (dont AREVA est le 1<sup>er</sup> producteur mondial).

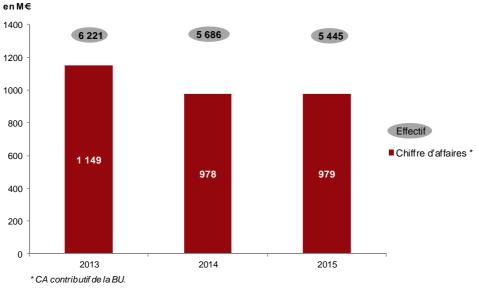
La BU Recyclage a également pour objectif de valoriser au niveau international l'expertise technique et industrielle développée dans les installations de l'activité Aval ainsi que le savoirfaire en matière de démantèlement. Elle assure notamment la conception et la réalisation de nouvelles usines de recyclage dans le cadre de partenariats à l'international avec des pays souhaitant disposer de leur propre outil industriel.

E

<sup>52</sup> Uranium Recyclé et Ré-Enrichi

<sup>53</sup> Mixed Oxyde Fuel

#### BU Recyclage (activité industrielle et projets internationaux) - Chiffres clés



Sources: Documents de référence 2015, 2014

# **BU Recyclage - Activité industrielle**

| Usines                      | La Hague                                                                   | Melox                                                                                                                           |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Année de mise en servic     | e                                                                          |                                                                                                                                 |
| / début des activités       | 1966                                                                       | 1995                                                                                                                            |
| Effectif                    | 4 000                                                                      | 800                                                                                                                             |
| Activité                    | Séparation des matières recyclables et des déchets provenant des centrales | Site de fabrication de combustible MOX, qui<br>permet de recycler le plutonium issu des<br>combustibles usés traités à La Hague |
| Réalisé en 2015<br>Capacité | 1205 t de combustibles usés traitées<br>1 700 t /an                        | 124,6 t de MOX produites<br>195 t /an                                                                                           |

Sources : Société, Document de référence 2015

# **BU Recyclage - Projets internationaux**

| Activités                                               | Description                                                                                                                                                     | Projets en cours                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Assistance à la construction de nouvelles installations | Conception et construction d'usines de recyclage et de fabrication de MOX.                                                                                      | - USA: usine de fabrication de MOX                                                                                                 |
| Assistance dans<br>l'exploitation de sites<br>existants | Fourniture de services aux installations aval. Gestion des combustibles usés et des déchets (entreposage, stockage). Exploitation d'installations de recyclage. | <ul> <li>Japon: management d'usines de<br/>retraitement</li> <li>USA: exploitation de l'usine de<br/>fabrication de MOX</li> </ul> |
| Démantèlement et assainissement                         | Prise en charge du démantèlement et de l'assainissement d'installations nucléaires (réacteurs, usines,).                                                        | <ul> <li>USA: exploitation et assainissement</li> </ul>                                                                            |

Sources : Document de référence 2015, Société





#### Matrice SWOT de la BU Recyclage (activité industrielle) :

#### **Forces**

- Leader mondial en termes de traitement / recyclage des combustibles usés.
- L'usine de La Hague est la seule à fonctionner industriellement.
- Développement du procédé innovant d'incinération/vitrification.
- Contrat très important avec EDF assurant une demande soutenue jusqu'en 2040.

## **Faiblesses**

- L'activité repose majoritairement sur EDF.
- Nécessité de maintenir un niveau d'investissements élevé.

# **Opportunités**

- Développement de la gestion en « cycle fermé » (réutilisation du combustible usé) pour la faire apparaître comme la solution de référence (plus de flexibilité et moins onéreuse).
- Prévisions d'augmentation du volume de combustibles usés au cours des prochaines années (+70% d'ici à 2030).

# **Menaces**

- Développement de la concurrence de l'entreposage à sec des combustibles usés et de la régionalisation des activités de recyclage
- Vieillissement de certaines usines, source d'investissements coûteux.
- Cadre règlementaire lourd et évolutif.
- Incertitude sur le planning de redémarrage des réacteurs Japonais

A ce jour, l'activité industrielle repose très majoritairement sur EDF, dont les relations sont encadrées par un *Accord Traitement Recyclage* valable jusqu'en 2040. Les prestations s'effectuent dans le cadre de contrats pluriannuels.





#### Matrice SWOT de la BU Recyclage (Projets internationaux) :

#### **Forces**

- Savoir faire unique au monde en matière d'ingénierie et d'exploitation qui se valorise à l'international dans la mise en place de solutions pour la gestion du cycle aval.
- Présence des équipes en France, USA, Allemagne, UK et Japon.
- La performance des usines de références (La Hague, MELOX).

# **Faiblesses**

- Difficultés d'accès à certain marchés étrangers.
- Un niveau de compétitivité à améliorer.

# **Opportunités**

- Angleterre: collaboration future avec la Nuclear Decommissioning Authority.
- Chine: important programme de développement nucléaire.
- La règlementation importante de l'activité nucléaire peut permettre à Areva de mieux se positionner que ses concurrents non spécialisés
- Potentiel contrat de construction d'une usine de recyclage en Chine.

# **Menaces**

- Marché très concurrentiel.
- Présence de certains gros concurrents non spécialisés (AECOM, AMEC, ....).
- Cadre règlementaire lourd et évolutif, et différents selon les pays (notamment hors de l'UE).

Concernant l'activité export, la Chine, le Royaume-Uni et le Japon ont fait le choix du « cycle fermé »<sup>54</sup> et sont donc des clients privilégiés.

Les marchés principaux pour le démantèlement sont situés aux USA, en Europe et au Japon (ce dernier faisant figure de cas particulier suite à l'accident de Fukushima en 2011). L'objectif pour la BU est de consolider son positionnement en tant qu'acteur majeur dans ce domaine.

<sup>&</sup>lt;sup>54</sup> La distinction entre un cycle du combustible fermé et un cycle ouvert repose sur le mode de gestion des combustibles usés. Dans un cycle ouvert, le combustible usé est entreposé en l'état alors que dans un cycle fermé, le combustible usé est recyclé (après au minimum 3 ans de refroidissement en piscine d'entreposage le combustible est traité afin de récupérer les matières recyclables qui sont ensuite utilisées pour la fabrication de nouveaux combustibles).





#### 5.1.3.5.2. Evaluation de la BU Recyclage

Nous avons mené nos travaux sur la base de 2 plans d'affaires distincts établis par le management sur la période 2017-2025.

#### Activité industrielle

L'activité industrielle étant étroitement liée au contrat cadre ATR conclu avec EDF jusqu'en 2040, nous avons extrapolé les prévisions du management jusqu'à cette date afin d'intégrer pleinement les conséquences de ce contrat dans la valorisation.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sur la période 2017-2040 sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires autour de 2,0% sur la période ;
- Des aléas liés aux investissements sur la période 2017-2023;
- La consommation d'une partie des avances clients à partir de 2022 ;
- Un impôt normatif de 34,43%, étant précisé que la prise en compte du crédit d'impôt lié aux résultats négatifs est effectuée globalement au niveau des entités juridiques AREVA NC et NEW AREVA HOLDING (cf. ajustement de fiscalité, §5.1.5).

#### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%;
- Des investissements fixés au même niveau que les dotations aux amortissements.

### Projets internationaux

Le plan d'affaires du management a été extrapolé par nos soins jusqu'en 2035 afin de capter la valeur attachée aux principaux contrats actuellement en cours de négociation.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sur la période 2017-2035 se présentent comme suit :

- Un chiffre d'affaires en croissance jusqu'en 2025, traduisant la montée en puissance de contrats à l'export;
- Un impôt normatif de 34,43%.

#### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%;
- Une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite.

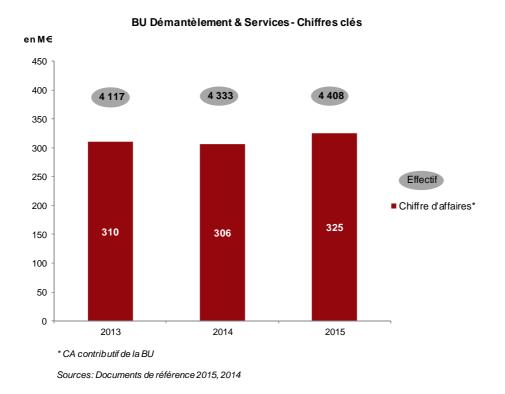


#### 5.1.3.6. BU Démantèlement & Services

#### 5.1.3.6.1. Présentation de l'activité

La BU Démantèlement & Services assure le pilotage et la réalisation de projets de Démantèlement sur les sites nucléaires français (EDF, CEA et AREVA) et réalise des prestations de Services aux exploitants sur les sites nucléaires français (EDF, CEA, AREVA et ANDRA) : réacteurs civils (à l'arrêt et en exploitation), réacteurs de recherche et sites industriels du cycle nucléaire (usine de conversion, enrichissement, fabrication de combustible et recyclage...).

Les principaux clients de la BU sont le CEA, EDF, AREVA et ANDRA.



La BU Démantèlement & Services propose à ses clients une offre élargie couvrant trois principales familles d'activités :

- Les activités de démantèlement d'installations nucléaires sur l'ensemble de la chaîne de valeur : assainissement, exploitation et démantèlement des installations, valorisation du foncier et du bâti. De nombreuses installations construites dans les années 1950 et 1960 arrivent en fin d'exploitation. Leur démantèlement et la réhabilitation des sites qui les hébergent représentent un défi industriel majeur, afin notamment de permettre d'accueillir de nouveaux projets. L'activité D&S intègre à la fois les missions d'exploitation des installations à l'arrêt, les études et le pilotage des projets et enfin la réalisation des opérations;
- Les activités de gestion de déchets, qu'ils soient issus de la production et de l'exploitation des installations nucléaires, des activités de démantèlement ou des grandes opérations de maintenance. La BU D&S participe également aux grands chantiers de reprise et conditionnement de déchets historiques;



- Les activités de Service aux exploitants nucléaires : logistique nucléaire et assistance chantiers, maintenance des installations, sécurité radiologique des intervenants. Ces activités concernent essentiellement les installations nucléaires actuellement en production qui doivent garantir en permanence une exigence de sûreté sans cesse renforcée, la sauvegarde du patrimoine, la préparation de l'avenir et la maîtrise des coûts.

#### BU Démantèlement & Services - Aperçu des activités

| Activités                                         |          | Description                                                                                                                                                                                                                                            |  |  |  |  |
|---------------------------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|--|--|
| Démantèlement Fin<br>de Cycle (DFC)               |          | Pilotage et réalisation des projets de démantèlement des installations du groupe Areva. Démantèlement, reprise, conditionnement des déchets, exploitation des installations,                                                                           |  |  |  |  |
| Démantèlement et<br>Opérateur Industriel<br>(DOI) | Démantè  | Proposition à la clientèle française (Areva hors fin de cycle, CEA, EDF, Andra,) de prestations de pilotage et réalisation de démantèlement et d'opérateur industriel.                                                                                 |  |  |  |  |
| Maintenance Services<br>Nucléaires (MSN)          |          | Opérations de maintenance spécialisée, de décontamination, d'intervention mécanique<br>Logistique nucléaire, assistance opérationnelle à la conduite et à la gestion des installation                                                                  |  |  |  |  |
| Prestation Logistique<br>Intégrée (PLI)           | Services | Logistique d'intervention pour les centrales nucléaires, en exploitation ou à l'arrêt. Pose et dépose d'échaffaudages, confection des sas, travaux d'isolation lors de maintenance.                                                                    |  |  |  |  |
| Radioprotection<br>Environnement<br>Mesures (REM) |          | Projets de démantèlement : études de scénarios, pilotage et réalisation de chantiers d'assainissement. Radioprotection et mesures nucléaires appliquées aux déchets et à l'environnement: conseil, études de radioprotection et de sécurité des sites. |  |  |  |  |

Sources : Document de référence 2015, Société

#### Matrice SWOT de la BU Démantèlement & Services :

# **Forces**

- D&S est un acteur majeur du marché français des démantèlements de sites nucléaires.
- Bon positionnement, notamment sur les marchés liés à la haute radioactivité avec des solutions innovantes.
- Investissement dans l'innovation technologique.

#### **Faiblesses**

- Forte dépendance envers les exploitants nucléaires CEA et EDF.

# **Opportunités**

- Marché du démantèlement amené à se développer significativement dans les années à venir.
- Augmentation attendue de la demande de la part des clients de D&S (CEA, EDF, et Areva (sous-traitance interne)).

# **Menaces**

- Marché très concurrentiel, avec la présence de sociétés de services non spécialisées dans le nucléaire (Spie, Véolia, Nuvia, Onet...) et des nouveaux entrants.
- L'évolution du cadre règlementaire et les exigences des installations sont génératrices de complexité et de coûts.
- Manque de visibilité sur le marché naissant du démantèlement.

#### 5.1.3.6.2. Evaluation de la BU Démantèlement & Services (D&S)

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2025 communiqué par le management et représentant 100% du périmètre de la BU (incluant les actionnaires minoritaires).

Nous avons retraité ce plan d'affaires des retraites dites « Marcoule », correspondant à un régime de retraite spécifique appelé à s'arrêter une fois les salariés concernés partis à la retraite (pas de nouveaux entrants dans ce régime de retraite). Ce régime de retraite a été valorisé séparément, jusqu'à extinction des droits des salariés concernés.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires autour de 2% ;
- Une marge d'EBITDA et un niveau d'investissements stables ;
- Un impôt normatif de 34,43%.



#### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%;
- Une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite ;
- Des investissements fixés au même niveau que les dotations aux amortissements.

#### Calcul des intérêts minoritaires

AREVA et EDF sont associés sur une partie du périmètre de cette BU, dont EDF détient 26,1%.

En conséquence, nous avons isolé le périmètre dans lequel EDF détient une participation afin de valoriser les intérêts minoritaires qui lui reviennent.

Ces intérêts minoritaires ainsi valorisés sont retenus en diminution de la valeur d'entreprise revenant à AREVA.

#### 5.1.3.7. AREVA MED

#### 5.1.3.7.1. Présentation de l'activité

AREVA MED est une filiale d'AREVA NC créée en 2009 dont l'activité est axée sur le développement de nouvelles thérapies dans la lutte contre le cancer.

Suite à un programme de R&D lancé en 2005, AREVA a développé un procédé unique permettant l'extraction du plomb-212, un isotope radioactif rare, à partir d'une source abondante de thorium provenant d'anciennes activités industrielles d'AREVA. Ce métal rare fait aujourd'hui l'objet de nombreuses recherches et apparait dans de nouveaux traitements prometteurs de médecine nucléaire.

Le champ thérapeutique innovant dans lequel intervient AREVA MED est appelé alphathérapie ciblée. L'alphathérapie ciblée consiste à associer un isotope radioactif tel que le plomb-212 à un vecteur biologique (ex: un anticorps), capable de cibler très précisément les cellules cancéreuses. La forte énergie émise lors de la décroissance radioactive naturelle du plomb-212, sur un très court rayon d'action, permet de détruire les cellules cancéreuses sans endommager les cellules saines environnantes.

L'ambition d'AREVA MED de développer des thérapies anticancéreuses efficaces et ciblées se décline selon trois principaux objectifs :

- Produire du plomb-212 de haute pureté pour répondre aux besoins de développement clinique ;
- Accroître le nombre de traitements innovants utilisant le plomb-212 d'AREVA MED ;
- Fournir du plomb-212 à la communauté scientifique mondiale (partenaires académiques et industriels).



Aujourd'hui, AREVA MED dispose d'un portefeuille d'une dizaine de produits, dont les plus avancés sont en Phase 1 d'essais cliniques (avant d'obtenir une autorisation de mise sur le marché, un médicament doit valider avec succès 3 phases d'essais cliniques).

Afin d'accélérer son développement, AREVA MED a conclu plusieurs partenariats, dont le plus significatif est celui conclu avec ROCHE en 2012. Ce partenariat stratégique global a pour objectif de créer une nouvelle plateforme avancée de radio-immunothérapie alpha et porte essentiellement sur le traitement de cancers contre lesquels les besoins médicaux sont encore non couverts.

Dans le cadre de ce partenariat, AREVA MED et ROCHE ont achevé la construction d'un laboratoire commun de recherche situé en France (dans le Limousin). Mis en service en 2013, l'ARCoLab (AREVA MED ROCHE COMMON LABORATORY) est entièrement dédié au co-développement de traitements d'alphathérapie ciblée au plomb-212, pour lutter contre le cancer.

Un autre partenariat a également été développé avec une société pharmaceutique américaine.

#### Matrice SWOT d'AREVA MED:

#### **Forces**

- Développement de thérapies cancéreuses innovantes à partir du plomb-212.
- Seul acteur capable de produire, à terme, une quantité importante de plomb-212.
- Partenariat avec des laboratoires pour le développement de médicaments (notamment Roche).
- Un laboratoire de production en France, et un en construction au Texas (USA).

#### **Faiblesses**

- Seulement en Phase 1 d'essais cliniques.
- L'oncologie est la filière ayant le taux d'aboutissement le plus faible en matière de recherche médicale (5 à 10%).
- Pas de génération de revenus avant plusieurs années; accumulation de dépenses en R&D.
- La production en quantité de plomb-212 nécessitera d'importants investissements.

#### <u>Opportunités</u>

- Augmentation significative du nombre de cancers.
- Rareté du plomb-212

#### Menaces

- Dépendance envers des laboratoires partenaires, nécessaires au développement des médicaments.





#### 5.1.3.7.2. Evaluation d'Areva Med

Le management nous a communiqué 2 plans d'affaires correspondants à 2 partenariats en cours. Ces plans d'affaires ont été établis sur la période 2017-2040 et prévoient tous les 2 une montée en puissance progressive des ventes au cours des 10 prochaines années. Le chiffre d'affaires généré par AREVA MED correspond aux royalties perçus sur les ventes réalisées par les laboratoires partenaires.

Par ailleurs, il est prévu dans les 2 cas que le partenariat arrive à son terme en 2040, ce qui implique la fin des royalties perçues sur les ventes. Dans ces conditions, nous n'avons pas retenu de valeur terminale à la fin de l'horizon explicite des plans d'affaires.

#### Taux de réussite

Les plans d'affaires communiqués par le management supposent la mise sur le marché de molécules actuellement en phase 1 d'essais cliniques alors que la probabilité d'obtenir une autorisation de mise sur le marché à l'issue des 3 phases d'essais cliniques est relativement faible, en particulier dans l'oncologie (ou cancérologie).

Dans ces conditions, il nous a semblé pertinent d'appliquer un taux de succès aux valeurs extériorisées par les plans d'affaires.

Sur la base d'études scientifiques récentes présentées ci-dessous, il ressort que le taux de succès d'un médicament en phase 1 d'essais cliniques est de 10,5% en moyenne, ce taux chutant à 7,2% si l'on retient uniquement l'oncologie, seul segment sur lequel intervient AREVA MED aujourd'hui.

Areva Med - Taux de succès par phases d'essais cliniques

| •                |                           |                           |                        |                             |  |
|------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------|-----------------------------|--|
| Etudes           | Phase 1<br>jusqu'à succès | Phase 2<br>jusqu'à succès | Phase 3 jusqu'à succès | NDA / BLA<br>jusqu'à succès |  |
| BioMedTracker    | 9,6%                      | 15,3%                     | 49,6%                  | 85,3%                       |  |
| Feature          | 10,4%                     | 16,2%                     | 50,0%                  | 83,2%                       |  |
| FDA              | 9,0%                      | 14,0%                     | 44,0%                  | 80,0%                       |  |
| Tufts University | 11,8%                     | -                         | -                      | -                           |  |
| Nature           | 11,6%                     | -                         | -                      | -                           |  |
| Moyenne          | 10,5 %                    | 15,2 %                    | 47,9 %                 | 82,8 %                      |  |
| Médiane          | 10,4 %                    | 15,3 %                    | 49,6 %                 | 83,2 %                      |  |

Source: études scientifiques

Après discussion avec le management d'AREVA MED, nous comprenons cependant que celui-ci est confiant quant aux possibilités de succès de ses molécules en phase 1 d'essais cliniques, et qu'un taux de succès de 20% correspond davantage à ses anticipations.

Pour cette raison, nous avons choisi de retenir un taux de succès de 20% sur chacun des 2 plans d'affaires.



# 5.1.4. Evaluation des coûts centraux (« Corporate »)

La trajectoire financière de NEW AREVA HOLDING inclut un plan d'affaires « Corporate » établi sur la période 2016-2025 et correspondant aux coûts centraux (fonctions supports, locaux...) non refacturés aux BU.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Un chiffre d'affaires négligeable ;
- Un résultat opérationnel moyen de -63 M€;
- Des aléas transverses, non réaffectés aux BU, de l'ordre de -25 M€ (après IS) par an, correspondants à la prise en compte d'un risque fiscal et à un facteur de prudence sur la réalisation du plan de performance dont les effets sont inclus à 100% dans les plans d'affaires des différentes BU;
- Des investissements moyens de -5 M€ par an.

#### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses suivantes :

- Un résultat opérationnel de -55 M€;
- Des aléas transverses au même niveau que ceux de la dernière année de l'horizon explicite;
- Des investissements fixés au même niveau que les dotations aux amortissements.

#### Taux d'actualisation

Les coûts centraux étant communs à l'activité « Centrale » d'AREVA MINES (située en France) et AREVA NC, les flux ont été actualisés au taux moyen pondéré des activités situées en France.

Ce taux moyen pondéré ressort à 7,4%.

#### 5.1.5. Evaluation de l'ajustement au titre de la fiscalité

Dans le cadre des valorisations par DCF, un impôt théorique a été calculé pour chaque année lorsque le résultat d'exploitation du plan d'affaires était positif. Dans le cas contraire, aucun impôt positif n'a été pris en compte dans les flux (charge d'impôt nulle). Aucun crédit d'impôt n'a donc été retenu.

En conséquence, pour en tenir compte, il convient de calculer un ajustement fiscal afin d'intégrer la fiscalité sur le résultat de l'entité juridique AREVA NC (compensation des résultats d'exploitation positifs et négatifs des différentes BU au sein de l'entité juridique, sur la durée des plans d'affaires) puis au niveau de NEW AREVA HOLDING (intégration fiscale).



L'ajustement de fiscalité consiste à calculer la charge réelle d'impôt (au taux de 34,43%) due au niveau de l'entité juridique (AREVA NC ou NEW AREVA HOLDING) et, par différence avec les charges d'impôts présentes dans les DCF<sup>55</sup>, déterminer le « surplus » d'impôt intégré dans les flux. Ce « surplus » est ensuite retraité des flux puis actualisé au taux moyen pondéré des BU, et vient ainsi augmenter la valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING.

# 5.1.5.1. Calcul du résultat fiscal aux bornes d'AREVA NC (entité juridique)

L'entité juridique AREVA NC regroupe les BU Chimie Enrichissement (hors SET), Recyclage, Démantèlement et Services et Projets Internationaux<sup>56</sup>. Il convient donc de déterminer la charge d'impôt due au niveau de cette entité juridique.

Nous avons procédé à l'estimation du résultat fiscal d'AREVA NC en tenant en compte des éléments suivants :

- Somme des résultats opérationnels des BU Chimie Enrichissement (hors SET), Recyclage (et Projets internationaux) et Démantèlement et Services, permettant ainsi la compensation entre les résultats opérationnels positifs et négatifs ;
- Charges annuelles de CVAE (non intégrées dans les flux des DCF);
- Crédit d'impôt recherche (CIR);
- Différences temporaires (estimées par le management de la Société);
- Amortissements liés aux aléas de capex intégrés dans les DCF. Ces amortissements ont été modélisés selon les informations communiquées par le management.

#### 5.1.5.2. Calcul de l'intégration fiscale aux bornes de NEW AREVA HOLDING

De façon similaire, nous avons déterminé le résultat fiscal au niveau de NEW AREVA HOLDING en tenant en compte des éléments suivants :

- Résultat fiscal d'AREVA NC présenté ci-avant ;
- Résultats opérationnels de l'activité Centrale d'AREVA MINES, de SET (BU Chimie Enrichissement), de la BU Logistique (entité juridique Areva TN), d'AREVA MED et des coûts centraux (corporate) ;
- Charges annuelles de CVAE (hors CVAE précédemment intégrée dans le calcul du résultat fiscal d'AREVA NC) ;
- Différences temporaires (estimées par le management de la Société).

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> Les charges d'impôts intégrées dans les flux sont plus importantes que les charges réelles calculées au niveau d'AREVA NC ou de NEW AREVA HOLDING puisqu'aucun impôt positif (lorsque le résultat opérationnel est négatif) n'est retenu dans les DCF.

<sup>&</sup>lt;sup>56</sup> SET ainsi que les BU Logistique et AREVA MED ne font pas partie de l'entité juridique AREVA NC.



L'intégration fiscale au niveau de NEW AREVA HOLDING ne devrait être effective qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Ces effets n'ont par conséquent été modélisés qu'à compter de cette date.

A noter également qu'aucun déficit reportable n'a été transféré à NEW AREVA HOLDING dans le cadre des apports réalisés par AREVA SA. Cependant, en cas de déficits reportables générés dans le cadre de notre ajustement fiscal (au niveau d'AREVA NC comme de NEW AREVA HOLDING), ceux-ci ont été imputés sur les bénéfices futurs selon les règles applicables en France.

# 5.1.6. Autres éléments permettant le passage à la valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING

La valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING intègre également les éléments suivants, non pris en compte dans les flux des DCF :

#### New Areva Holding - Autres éléments intégrés dans la valeur d'entreprise

| en M€                                                                  |         |
|------------------------------------------------------------------------|---------|
| Provisions courantes et non courantes                                  | (1 338) |
| Passif net des obligations de fin de cycles (OFC) estimé au 31/12/2016 | (790)   |
| VE des autres filiales (dont Areva Insurance & Reinsurance)            | (12)    |
| Avantages personnel                                                    | (531)   |
| Autres                                                                 | (159)   |
| Total                                                                  | (2 830) |

- Les provisions courantes et non courantes (-1.338 M€) ainsi que les avantages au personnel (-531 M€) relatifs à NEW AREVA HOLDING, non inclus dans les flux des différents DCF et déterminés sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2016 ;
- Le passif net des obligations de fin de cycle (OFC), correspondant à la différence entre les passifs estimés par le management au 31 décembre 2016 et les actifs du fonds dédié à la même date, en tenant compte des plus-values latentes non comptabilisées sur certains actifs;
- La valeur d'entreprise des autres filiales détenues par NEW AREVA HOLDING incluant notamment AREVA INSURANCE & REINSURANCE.

#### 5.1.7. Valeur d'entreprise de New Areva Holding

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING se présente comme suit :

#### New Areva Holding - Synthèse de la valeur d'entreprise

| en M€                                                |         |
|------------------------------------------------------|---------|
| Areva Mines                                          | 3 296   |
| Areva NC                                             | 6 460   |
| Coûts corporate et ajustement de fiscalité           | (195)   |
| Autres éléments intégrés dans la valeur d'entreprise | (2 830) |
| Valeur d'entreprise de New Areva Holding             | 6 731   |





#### 5.1.8. Valeur des fonds propres de New Areva Holding

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière au 30 juin 2016.

Nous avons retenu les éléments suivants pour NEW AREVA HOLDING :

#### New Areva Holding - Eléments de passage à la valeur des fonds propres

| en M€                                                                             |         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------|
| Dette financière (QP attribuable à New Areva Holding selon comptes au 30/06/2016) | (4 644) |
| Cash-flow (opérationnel et non opérationnel) du S2 2016 estimé par le management  | 156     |
| Autres actifs financiers (dérivés et actifs financiers non courants)              | 113     |
| Total                                                                             | (4 374) |

Sur ces bases, la valeur des fonds propres de NEW AREVA HOLDING se présente comme suit :

#### New Areva Holding - Valeur des fonds propres

| en M€                                             |         |
|---------------------------------------------------|---------|
| Valeur d'entreprise                               | 6 731   |
| Eléments de passage à la valeur des fonds propres | (4 374) |
| Valeur des fonds propres de New Areva Holding     | 2 357   |

#### 5.1.9. Entrée d'investisseurs stratégiques au capital de New Areva Holding

AREVA a annoncé dans ses communiqués de presse du 15 juin et du 30 août 2016 qu'une partie de l'augmentation de capital de 3 Md€ de NEW AREVA HOLDING serait souscrite par des investisseurs stratégiques autres que l'Etat.

Dans le traité d'apport partiel d'actifs des activités d'AREVA à NEW AREVA HOLDING, il est indiqué au paragraphe 6 sur la rémunération de l'apport que la Société Bénéficiaire sera valorisée à un montant de l'ordre de 2 Md€. C'est donc sur cette base que les négociations avec les investisseurs ont été engagées et restent en cours d'avancement.

Ce montant ne remet pas en cause l'ordre de grandeur de notre valorisation. La fourchette s'inscrit ainsi entre 2.000 M€ et 2.357 M€.

Dans le cadre de notre évaluation, nous avons retenu le montant le plus favorable pour l'actionnaire d'AREVA, estimé à 2.357 M€.



#### 5.2. AREVA NP

#### 5.2.1. Présentation de la société AREVA NP

AREVA NUCLEAR POWER (ou AREVA NP) est la filiale du groupe AREVA spécialisée dans l'ingénierie des réacteurs des centrales nucléaires.

Créée en 1958 sous le nom FRAMATOME, puis intégrée dans le groupe AREVA en 2001, la société intervient :

- Dès la fin du cycle Amont dans la fabrication du Combustible,
- Puis dans le cadre de l'activité Réacteurs et Services qui conçoit et fabrique les deux principales technologies de réacteurs actuellement utilisés dans le monde pour la production d'électricité (les réacteurs à eau sous pression et à eau bouillante). AREVA est le n°1 mondial des constructeurs de réacteurs nucléaires (en puissance installée).

AREVA construit aujourd'hui les premiers réacteurs de génération III+ dans le monde et bénéficie d'une avance unique lui permettant de se positionner favorablement sur l'ensemble des marchés.

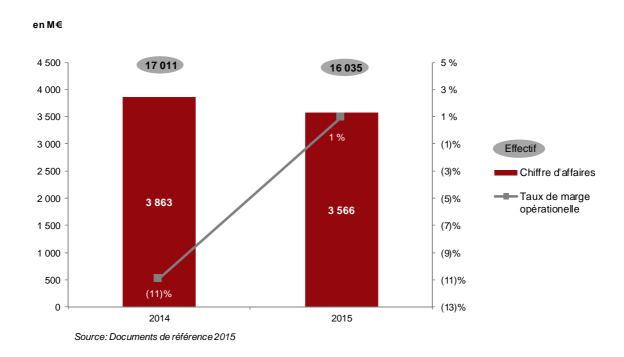
AREVA NP - Aperçu des activités

| Business Units             |                                                                                                                                                    | Description                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Projets en cours                                                                                                           |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Combustible                | AMONT                                                                                                                                              | Conçoit, fabrique et commercialise des assemblages de combustible nucléaire ainsi que des services associés au combustible, pour les centrales de production d'électricité de type réacteurs à eau légère (REP pour réacteurs à eau sous pression ou REB pour réacteurs à eau bouillante).                                         | -Ziconium: plan de<br>transformation pour améliorer la<br>performance<br>- Europe: démolition du 1er<br>batiment nucléaire |
| Grands Projets             |                                                                                                                                                    | En charge de la conception, la construction et la mise en service de réacteurs nucléaires de type à eau sous pression (REP) ou à eau bouillante (REB). Areva a ainsi fabriqué plus de 100 réacteurs. Areva est le premier constructeur au monde à avoir obtenu des commandes de nouveaux réacteurs de génération III+ depuis 1999. | EPR en construction: - Chine (Taishan) - Finlande (Olkiluoto OL3) - France (Flamanville 3)                                 |
| Base Installée             | REACTEURS &                                                                                                                                        | Fournit des solutions intégrées innovantes pour la maintenance, l'amélioration des performances, la modernisation et le prolongement de la durée d'exploitation des centrales. Elle fournit également les systèmes de contrôle-commande et des services d'ingénierie.                                                              | "Safety Alliance": plusieurs<br>contrats de fourniture de<br>systèmes de recombineurs et<br>de ventilantion filtrée        |
| Fabrication                | Conçoit et fabrique des composants de la chaudière nucléaire ainsi que des systèmes d'instrumentation et de contrôle-commande nucléaire de sûreté. |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Démarche d'amélioration<br>qualité     Fabrication de couvercle de<br>cuve                                                 |
| Produits et<br>Technologie |                                                                                                                                                    | Propose et gère le développement du portefeuille de modèles de réacteurs et des technologies clés, définit les principes de sûreté et s'occupe des activités de certification avec les autorités de sûreté. Elle est en charge également les installations d'essais et laboratoires.                                               | Finalisation de l'avant projet<br>d'ilot nucléaire et du contrôle-<br>commande du réacteur Astrid                          |

Source: Document de référence 2015, site internet Areva



#### AREVA NP - Chiffres clés



#### 5.2.2. Cession en cours à EDF

Comme rappelé au paragraphe 1.1 sur le contexte de l'Opération, AREVA et EDF ont signé un contrat de cession le 15 novembre 2016. A cette occasion, AREVA a publié le communiqué suivant :

« Faisant suite au protocole d'accord signé le 28 juillet dernier, AREVA et EDF ont signé le 15 novembre, le contrat fixant les termes de la cession d'une participation conférant à EDF le contrôle exclusif d'une entité (« NEW NP ») filiale à 100% d'AREVA NP, qui regroupera les activités industrielles, de conception et de fourniture de réacteurs nucléaires et d'équipements, d'assemblages combustible et de services à la base installée du Groupe AREVA.

Les contrats relatifs au projet d'EPR Olkiluoto 3 et les moyens nécessaires à l'achèvement du projet, ainsi que certains contrats relatifs à des pièces forgées dans l'usine du Creusot, resteront au sein d'AREVA NP, dans le périmètre d'AREVA SA.

Les obligations contractuelles liées à la découverte d'anomalies dans le contrôle qualité de fabrication d'équipements à l'usine du Creusot, et le cas échéant aux usines de Saint Marcel et de Jeumont, resteront garanties par AREVA SA.

Le prix de cession pour 100% de la valeur des fonds propres de NEW NP est confirmé, à 2,5 milliards d'euros, hors les éventuels compléments et ajustements de prix et sans reprise de dette financière à la date de réalisation de l'opération. Ce prix correspond à un multiple d'EBITDA 2017 prévisionnel de  $8x^{57}$ .

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> EBITDA normalisé pro forma du périmètre repris, hors grands projets.





Après l'information-consultation des instances représentatives des personnels, maintenant finalisée, la réalisation de la transaction, prévue pour le deuxième semestre de l'année 2017, reste notamment soumise à :

- l'obtention de conclusions favorables de l'ASN<sup>58</sup> au sujet des résultats des essais concernant le circuit primaire du réacteur de Flamanville 3;
- la finalisation et la conclusion satisfaisante des audits qualité dans les usines du Creusot, de Saint-Marcel et de Jeumont ;
- l'approbation des autorités compétentes en matière de contrôle des concentrations.

Les discussions avec les investisseurs stratégiques ayant exprimé leur intérêt pour entrer au capital de NEW NP aux côtés d'EDF, seront engagées dans les prochaines semaines. La participation acquise par EDF, pouvant aller jusqu'à 75% aux termes du contrat signé ce jour, serait ainsi réduite à une participation cible d'au moins 51%, lui assurant un contrôle exclusif, celle d'AREVA - NEW AREVA HOLDING serait alors de 15% et le solde étant détenu par des partenaires minoritaires. »

#### 5.2.3. Evaluation d'AREVA NP

Pour déterminer la valeur d'AREVA NP, nous avons pris connaissance de la transaction pour en retenir le prix de base et nous avons cherché à estimer les compléments de prix, les garanties données et les aléas positifs ou négatifs.

Pour ce faire, nous avons analysé le contrat de cession et rencontré les conseils d'AREVA. Nous comprenons que :

- Le prix de 2,5 Md€ (pour 100% du capital) a été négocié entre deux entreprises contrôlées par l'Etat mais défendant chacune ses intérêts et devrait correspondre en toute logique à un prix de marché librement négocié. Nous avons eu accès aux documents présentés au Conseil d'Administration du 10 novembre 2016, dont certains sont confidentiels, au cours duquel l'accord a été donné pour la signature du Protocole de cession, également approuvé le 15 novembre 2016 par le Conseil d'administration d'EDF;
- Une part significative du complément de prix opérationnel, à hauteur de 75% environ, s'avère probable dès lors que l'on se place dans l'hypothèse où le plan d'affaires élaboré par la Direction d'AREVA NP et ayant servi de base aux discussions avec EDF sera réalisé. Dans ces conditions, cette part du complément de prix a été retenue dans la valeur centrale;
- La part résiduelle du complément de prix opérationnel (25% environ) s'appuie sur une surperformance au-delà du plan d'affaires présenté à EDF. Nous l'avons donc considérée comme un aléa positif;
- Les garanties données par AREVA dépendent d'évènements éventuels futurs dont il n'est pas possible de mesurer la probabilité d'occurrence. Il n'est d'ailleurs prévu aucune provision à ce titre dans les comptes d'AREVA à la date du présent rapport. Nous avons

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> Autorité de sûreté nucléaire.



donc considéré ces garanties comme un aléa négatif non chiffrable inclus dans les risques liés aux activités nucléaires en général évoqués au paragraphe 5.8.3.1.

Par ailleurs, nous n'avons pas connaissance de discussions en cours avec des investisseurs minoritaires susceptibles d'entrer au capital d'AREVA NP aux côtés d'EDF et d'AREVA après le closing de l'opération.

Compte tenu de ce qui précède nous avons estimé AREVA NP avec une valeur de 2.738 M€. Etant rappelé qu'il existe d'importants aléas à la baisse (garanties accordées) et très peu d'attentes supplémentaires à la hausse, le chiffre retenu est à notre avis favorable à l'actionnaire d'AREVA puisque le prix final pourrait s'avérer inférieur à ce montant.

#### Synthèse cession ANP

#### **Cession ANP**

| en M€                           |       |
|---------------------------------|-------|
| Prix de cession ANP (actualisé) | 2 494 |
| Autres ajustements              | 244   |
| Total                           | 2 738 |

La cession étant attendue au second semestre 2017, le prix de cession de 2,5 Md€ a été actualisé au taux sans risque afin de tenir compte de l'effet temps.

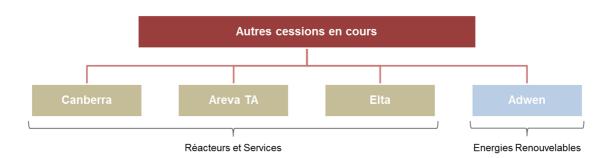
Les autres ajustements sont principalement composés du complément de prix opérationnel (sur la base du plan d'affaires présenté à EDF), d'un complément de prix lié à la fiscalité de l'opération en Allemagne (paiement du goodwill comptabilisé suite à l'opération qui est déductible en Allemagne) d'un remboursement de prêt, d'un ajustement de BFR au closing et de l'imposition sur la plus-value de cession. Ces éléments ont également été actualisés au taux sans risque en fonction de leur date d'occurrence.

Nous retenons par ailleurs la part résiduelle du complément de prix opérationnel comme aléa positif dans le cadre de la cession (52 M€).



#### 5.3. Autres cessions en cours (hors cession d'ANP)

Dans le cadre du recentrage stratégique sur le cycle du combustible nucléaire<sup>59</sup>, plusieurs projets de désengagements d'activités et de cessions d'actifs hors du cycle combustible ont été décidés. Ces projets de cession et de désengagement visent notamment les activités liées aux énergies renouvelables et à certaines activités nucléaires non comprises dans le périmètre de cession à EDF.



#### 5.3.1. CANBERRA

CANBERRA, était une filiale du groupe AREVA, leader dans le domaine de la mesure nucléaire.

La société conçoit, fabrique et commercialise des équipements et systèmes de détection et de mesure de radioactivité pour la protection des personnes.

Le 1<sup>er</sup> juillet 2016, AREVA a annoncé la cession de CANBERRA au groupe industriel MIRION TECHNOLOGIES<sup>60</sup>.

#### 5.3.2. **AREVA TA**

Créée en 1972 sous le nom TECHNICATOME, AREVA TA<sup>61</sup> est une filiale du groupe AREVA depuis 2006.

AREVA TA appartient à la BU Propulsion et Réacteurs de Recherche dont l'activité est centrée sur la conception, la production et la maintenance des réacteurs nucléaires de propulsion navale pour la Marine Nationale, ainsi que sur la fourniture de services de combustibles et d'équipements associés. Elle conçoit également des systèmes électroniques, d'instrumentation, de contrôle et de simulation.

Le 18 août 2016, l'Agence des Participations de l'Etat (APE), le CEA et DCNS ont remis une lettre d'offre d'acquisition portant sur l'intégralité de la participation détenue directement et indirectement par le groupe AREVA dans AREVA TA.

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup> Tel qu'annoncé par AREVA le 15 juin 2016 dans sa feuille de route 2016-2020.

<sup>60</sup> Communiqué de presse du 1<sup>er</sup> juillet 2016 : « *Réalisation de la cession de Canberra à Mirion* ».

Dans le cadre des accords de cession, les acquéreurs s'engagent à changer la dénomination sociale de la société dans un délai de 12 mois à compter de la date de réalisation de l'opération.



Nous comprenons par ailleurs qu'en cas de réalisation de la cession, le groupe AREVA devra procéder au remboursement du cash-pooling d'AREVA TA.

Un SPA a été signé le 15 décembre 2016, fixant un prix provisoire que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux. Il est également précisé qu'AREVA a consenti des garanties de plusieurs natures aux acquéreurs dans le cadre de cette opération, qui seraient susceptibles de diminuer le prix de cession si elles étaient mises en jeu.

#### 5.3.3. ELTA

La société ELTA était une filiale d'AREVA TA (66%) et d'AREVA SA (34%).

Basée à Toulouse, ELTA est spécialisée depuis 1975 dans le développement, la commercialisation et le maintien en conditions opérationnelles d'équipements et systèmes électroniques pour l'industrie spatiale et aéronautique.

Le groupe a annoncé la cession d'ELTA à ECA GROUP, filiale de GROUPE GORGE, le 1<sup>er</sup> décembre 2016.

#### 5.3.4. **ADWEN**

ADWEN est une société dédiée à l'éolien en mer, en charge de la conception, de la fabrication, de l'installation, de la mise en service et de la maintenance des éoliennes.

Elle est détenue depuis mars 2015 sous forme de co-entreprise (à 50/50) entre AREVA ENERGIES RENOUVELABLES (AER) et GAMESA.

Dans le cadre de la restructuration en cours, AREVA a fait le choix de se séparer de ses activités dans les énergies renouvelables et a annoncé, le 15 septembre 2016, avoir exercé auprès de GAMESA l'option de vente dont elle disposait sur sa participation dans ADWEN.

Il est par ailleurs précisé qu'AREVA a consenti de nombreuses garanties concernant des projets en cours débutés antérieurement à l'entrée de GAMESA dans la co-entreprise en mars 2015.

Le management a estimé le montant le plus probable des décaissements relatifs à ces garanties, que nous avons retenus dans les flux financiers de LEGACY CO (cf. §5.4.4 ci-après)

#### 5.3.5. Synthèse des autres cessions en cours (hors cession d'ANP)

Le montant total des « autres cessions en cours » (hors ANP), s'élève à 343 M€.

En complément de ces « autres cessions en cours », AREVA a également entrepris de céder ou d'arrêter le reste de ses activités dans les énergies renouvelables. Ces projets sont inclus dans « LEGACY CO », que nous présentons ci-après.



#### 5.4. LEGACY CO

#### 5.4.1. Présentation de LEGACY Co

LEGACY CO est le nom informel donné à la structure AREVA SA après la mise en œuvre de la restructuration. LEGACY CO comprend les actifs et passifs en cours de cession ou d'arrêt ainsi que le projet OL3.

#### 5.4.2. **OL3**

#### 5.4.2.1. Présentation du contrat et des procédures

#### Le contrat

OL3 (pour Olkiluoto 3) est le chantier de construction sur l'île d'Olkiluoto, à l'ouest de la Finlande, du premier réacteur EPR<sup>62</sup> de génération III+.

Le site d'Olkiluoto comprend déjà deux centrales nucléaires, OL1 et OL2, respectivement mises en services en 1978 et 1980. OL3 constituera donc le troisième réacteur sur ce site.

#### Olkiluoto 3 - Le contrat

Client Teollisuuden Voima Oyj (TVO)

Fournisseur Consortium Areva NP (73%) et Siemens (27%)

Fourniture 1 EPR génération III+

Puissance éléctrique nette 1 600 Mwe
Puissance thermique du réacteur 4 300 MWth
Date de signature 18 décembre 2003

Production électrique annuelle 13 TWh

Le client (TVO) est une entreprise privée de production d'électricité appartenant à des industriels et des électriciens finlandais. TVO possède et exploite les centrales nucléaires OL1 et OL2.

#### Les difficultés

Le chantier, débuté en juillet 2005, a pris 9 années de retard.

Au titre de l'exercice 2015, les coûts à terminaison ont augmenté de 905 M€ par rapport à 2014. Cette augmentation s'explique par (i) des surcoûts opérationnels, (ii) une augmentation des aléas sur les phases d'essais et (iii) et l'incidence des discussions engagées avec TVO. La perte à terminaison reconnue au 31 décembre 2015 a donc été portée à 5,5 Md€ et n'a pas évolué dans les comptes au 30 juin 2016.

« Opérationnellement, le projet donne toujours lieu, et ce, depuis plusieurs années, à des différends constants et importants avec TVO qui trouvent essentiellement leur origine dans la manière dont ce dernier applique le contrat et manque au respect de ses obligations opérationnelles de futur exploitant nucléaire de ce réacteur. Ce mode de fonctionnement reste un facteur de perturbation important dans les phases d'achèvement de la construction, les phases

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> European Pressurized Reactor.





d'essais et de mise en service du réacteur, qui nécessitent une coopération étroite avec le Client et une prise en main progressive de la centrale par celui-ci. »<sup>63</sup>

« Des discussions ont été engagées avec TVO en début d'année 2016 avec pour objectif principal d'obtenir l'accord de TVO sur le transfert au bénéfice d'AREVA du contrat relatif au projet de construction de la centrale EPR d'Olkiluoto 3 (« OL3 ») et de conclure un accord transactionnel global permettant de mettre fin au contentieux arbitral opposant TVO au consortium AREVA - Siemens. Ces négociations n'ont pas permis d'aboutir à un accord et ont été suspendues.

En l'absence d'accord avec TVO, le contrat OL3 (à ce jour détenu par AREVA NP) n'a pas été transféré à AREVA et a donc été maintenu au sein du périmètre d'AREVA NP. »<sup>64</sup>

#### L'achèvement du projet

Aujourd'hui, le calendrier du chantier est conforme à celui présenté en 2014.

Au cours de l'année 2016, la construction de l'EPR d'Olkiluoto 3 a progressé en respectant les jalons du chemin critique :

- « Les essais fonctionnels des systèmes et des composants de la centrale ont débuté en avril 2016;
- Le 1<sup>er</sup> semestre 2016 a en outre été marqué par l'achèvement des principales installations électromécaniques, incluant les travaux de tuyauterie qui sont un prérequis à la séquence de chasses en cuve. Celle-ci s'est achevée début novembre avec 6 semaines d'avance sur le calendrier actualisé;
- En parallèle, les essais du simulateur pleine échelle ont également été achevés. »<sup>65</sup>

La mise en service de l'EPR reste ainsi prévue fin 2018.

#### Le litige

« Le 5 décembre 2008, une procédure d'arbitrage CCI a été initiée par le consortium AREVA-Siemens au titre des retards et perturbations subis dans le cadre de l'exécution du contrat, et des surcoûts induits (« D&D Claim »). En juillet 2012, le tribunal arbitral a rendu une sentence partielle définitive enjoignant TVO de débloquer 100 millions d'euros (outre les intérêts) dus au consortium AREVA-Siemens et retenus en contravention des dispositions contractuelles. Cette sentence a été dûment exécutée par TVO.

Après huit ans de procédure (échanges de mémoires par les parties et audiences avec le tribunal arbitral), le montant à jour au 30 juin 2016 des réclamations respectives des parties s'élève à environ 3,5 milliards d'euros pour le Consortium (sur les tranches 1 et 2 de sa réclamation couvrant le début du projet jusqu'à février 2014) et 2,3 milliards d'euros pour TVO. La procédure poursuit son cours.

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> Source : Document de référence 2015.

<sup>&</sup>lt;sup>64</sup> Source : Projet d'actualisation du document de référence 2015 du 12 janvier 2017.

<sup>&</sup>lt;sup>65</sup> Source : Projet d'actualisation du document de référence 2015 du 12 janvier 2017.



Conformément au calendrier de la procédure arbitrale, les audiences sur le fond du litige se sont déroulées au cours de l'année 2016 et ont donné lieu dans la deuxième partie de l'année aux dires d'expert sur la base des dépositions des témoins. Une sentence partielle du tribunal arbitral a été rendue le 7 novembre 2016. Si cette décision fait droit à certaines demandes de TVO, elle ne constitue pas pour autant une décision statuant sur l'issue financière du litige qui oppose les parties.

D'autres décisions intermédiaires sont attendues avant la sentence finale qui reste prévue au plus tôt pour fin 2017 et plus probablement pour début 2018.

Par ailleurs, en l'état des informations disponibles à la date de la présente Actualisation [du document de référence], le Consortium et ses conseils estiment que les allégations de faute lourde/intentionnelle exposées dans la réclamation de TVO restent injustifiées et que les conséquences potentielles de la sentence arbitrale partielle rendue début novembre 2016 sur l'arbitrage ne sont pas de nature à affecter l'équilibre général de la restructuration du Groupe.

Cette appréciation ne préjuge pas de la position que le Groupe pourrait être amené à adopter dans le cadre de l'arrêté des comptes annuels 2016. En particulier, la position comptable relative au litige OL3 ne pourra être arrêtée que lorsque le Groupe aura connaissance de la survenance ou non d'évènements post clôture relatifs au contentieux OL3. A cet égard, selon les déclarations du tribunal arbitral lors des audiences de décembre 2016, une décision partielle pourrait être rendue dans le courant du premier trimestre 2017, soit potentiellement avant la clôture des comptes et pourrait affecter cette position. »<sup>66</sup>

Compte tenu de ces éléments, il n'est pas possible d'anticiper les conclusions du Tribunal, d'autant que chaque demande comporte de nombreux chefs de réclamation parfois indépendants les uns des autres. Cet arbitrage est donc porteur d'aléas négatifs et d'aléas positifs, sans qu'il ne soit possible aujourd'hui de préjuger de la résultante finale.

Nous avons, avec les dirigeants d'AREVA et leurs conseils, examiné la situation et apprécié les différents scénarii possibles, tant en ce qui concerne l'évolution du chantier que celle du contentieux. Ces scénarii revêtent un fort niveau de confidentialité et ne peuvent être communiqués dans le présent rapport.

En fonction des estimations les plus favorables, nous avons examiné l'incidence possible sur la valeur fondamentale d'AREVA, exprimée par son ANR, au regard du prix de souscription à l'augmentation de capital et de l'éventuel prix d'OPR, pour apprécier le traitement de l'actionnaire d'AREVA.

#### 5.4.3. Activités arrêtées ou abandonnées

Dans le cadre de sa restructuration, AREVA a décidé d'arrêter ou de céder ses activités dans le domaine des énergies renouvelables, à savoir l'éolien en mer (cf. cession ADWEN au §5.3.4), la bioénergie et le solaire.

<sup>&</sup>lt;sup>66</sup> Source : Projet d'actualisation du document de référence 2015 du 12 janvier 2017.



Comme nous l'avons vu ci-avant, l'éolien en mer (co-entreprise ADWEN) est actuellement en cours de cession à GAMESA. Les flux liés au décaissement des garanties accordées dans le cadre de la cession sont inclus dans le périmètre de LEGACY CO (le prix de cession des titres détenus par AREVA est pour sa part inclus dans les autres cessions en cours - cf. §5.3).

En raison de conditions de marché difficiles (principalement en Europe), et en l'absence de possibilités de cession, il a été décidé d'arrêter l'activité Bioénergie du groupe une fois les derniers projets en cours achevés. Le management nous a communiqué ses prévisions en matière de décaissements relatifs à l'arrêt de cette activité (achèvement des projets en cours) et aux garanties accordées par AREVA.

Enfin, dans un contexte de marché très défavorable, AREVA a décidé en août 2014 l'arrêt de son activité solaire. En 2016, les dernières obligations contractuelles d'AREVA dans cette activité se sont éteintes, permettant son abandon.

L'ensemble des flux relatifs à l'arrêt de ses activités et aux décaissements de garanties estimés par le management sont inclus dans les flux de LEGACY CO.

#### 5.4.4. Evaluation de LEGACY Co.

L'évaluation de LEGACY Co inclut les flux liés à l'achèvement du projet OL3, aux garanties accordées dans le cadre de la cession d'ADWEN, aux activités abandonnées (solaire et bioénergie) ainsi que des coûts « centraux » correspondant principalement aux coûts du personnel affecté au suivi des différentes activités jusqu'à leur extinction.

Compte tenu de leur caractère quasi-certain, ces flux ont été actualisés au taux sans risque, soit 0,5% correspondant au taux OAT 10 ans (moyenne 1 an au 30/12/2016).

Sur ces bases, il ressort une valeur de LEGACY Co de -1.904 M€.

#### 5.5. Passage à la valeur des fonds propres d'AREVA SA

Les éléments permettant le passage à la valeur des fonds propres d'AREVA SA ont été déterminés sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2016.

Areva SA - Eléments de passage à la valeur des fonds propres

| en M€                                                                            |         |
|----------------------------------------------------------------------------------|---------|
| Dette financière                                                                 | (4 635) |
| Trésorerie                                                                       | 2 122   |
| Cash-flow (opérationnel et non opérationnel) du S2 2016 estimé par le management | (274)   |
| Autres provisions et dettes non opérationnelles                                  | (115)   |
| Fiscalité des apports à New Areva Holding                                        | (25)    |
| Autres titres mis en équivalence                                                 | 8       |
| Total                                                                            | (2 920) |



Nous avons inclus dans le passage à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- La dette financière et la trésorerie correspondent à la quote-part attribuable à AREVA SA sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2016 ;
- Le cash-flow opérationnel et non-opérationnel correspond à l'estimation du management pour ce qui concerne la génération de cash d'AREVA SA au second semestre 2016.

#### 5.6. Donnees de reference de la societe Areva SA

#### 5.6.1. Nombre de titres de référence retenu

En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette du groupe, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2016 (383.204.852 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (740.490 actions) et des actions détenues sur le contrat de liquidité (243.418 actions).

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 382.220.944 actions.

#### 5.7. Synthèse de l'actif net réévalué d'AREVA SA

L'actif net réévalué de la société AREVA SA ainsi que la valeur par action de la Société se présentent comme suit :

#### Areva SA - Actif net réévalué

| en M€                                             |         |
|---------------------------------------------------|---------|
| Valeur des fonds propres New Areva holding        | 2 357   |
| Cession ANP                                       | 2 738   |
| Autres cessions en cours (hors ANP)               | 343     |
| LegacyCo                                          | (1 904) |
| Eléments de passage à la valeur des fonds propres | (2 920) |
| Actif net réévalué                                | 614     |
| Nombre d'actions                                  | 382,2   |
| Valeur par action Areva SA (en €)                 | 1,61    |

Il ressort une valeur par action AREVA SA de 1,61 €.

#### 5.8. Analyses de sensibilité et aléas

Nous avons procédé à l'analyse de sensibilité aux variations des paramètres d'évaluation (CMPC et taux de croissance à l'infini - §5.8.1.1). Par ailleurs, les aléas liés aux facteurs macro-économiques auxquels les activités d'Areva sont exposées (sensibilités à l'USD et à l'uranium) ont fait l'objet d'une analyse au § 5.8.2. Enfin, les aléas liés aux facteurs de risques spécifiques sont présentés au § 5.8.3.



#### 5.8.1. Analyse de sensibilité

#### 5.8.1.1. Sensibilité au CMPC et au taux de croissance à l'infini

Une analyse de sensibilité sur le CMPC et le taux de croissance à l'infini (de -0,2 point à +0,2 point) se présente comme suit :

Areva SA - Sensibilité au CMPC et au taux de croissance à l'infini

|                 |         | Variation du taux de croissance à l'infini |                                 |     |     |     |  |  |  |
|-----------------|---------|--------------------------------------------|---------------------------------|-----|-----|-----|--|--|--|
|                 |         | (0,20)%                                    | (0,20)% (0,10)% - 0,10 % 0,20 % |     |     |     |  |  |  |
|                 | (0,20)% | 845                                        | 867                             | 890 | 914 | 939 |  |  |  |
| Variation du    | (0,10)% | 707                                        | 728                             | 749 | 771 | 794 |  |  |  |
| taux            | -       | 575                                        | 594                             | 614 | 633 | 655 |  |  |  |
| d'actualisation | 0,10 %  | 447                                        | 465                             | 483 | 501 | 521 |  |  |  |
|                 | 0,20 %  | 325                                        | 341                             | 357 | 374 | 392 |  |  |  |

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse, une fourchette de valeur comprise entre 465 M€ (soit 1,22 € par action) et 771 M€ (soit 2,02 € paraction), avec une valeur centrale de 614 M€ (soit 1,61 € par action).

#### 5.8.2. Aléas liés aux facteurs macro-économiques

#### 5.8.2.1. Sensibilité au taux de change €/USD

Comme expliqué dans son document de référence, le Groupe AREVA a adopté une politique de couverture systématique. « S'agissant d'expositions moyen/long terme, le montant de couvertures mis en place est progressif et l'horizon adapté en fonction du caractère hautement probable de l'exposition, sans excéder cinq ans en règle générale ».

Cette couverture est principalement constituée de ventes à terme de devises et intégrée dans les trajectoires financières qui ne se trouvent donc exposées aux fluctuations de change que pour la partie non couverte, laquelle est généralement dégressive sur les 5 prochaines années.

Ce mode de couverture explique également que les conséquences des variations de change sont quasiment symétriques.

Rappelons que les trajectoires financières fournies par AREVA pour notre évaluation reposent toutes sur un taux de conversion de 1,15 USD pour 1 € et comportent des couvertures de change mises en place par le groupe qui n'excèdent pas en général 5 ans. La sensibilité de ces trajectoires financières à la variation de l'USD concerne donc davantage le long-terme que le court / moyen terme.

Il n'existe pas de prévisions à long-terme et les prévisions à court / moyen terme ne font pas apparaître de consensus comme résumé dans le tableau ci-dessous.

Prévisions de taux de change € / USD

|           | 9     | <b>,</b> |       |       |       |
|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|
|           | 2017e | 2018e    | 2019e | 2020e | 2021e |
| FMI       | 1,12  | 1,12     | 1,13  | 1,13  | 1,13  |
| Bloomberg | 1,06  | 1,11     | 1,13  | 1,14  | 1,21  |
| ВМІ       | 1,05  | 1,02     | 1,00  | 1,00  | 1,00  |



Nous avons donc conservé le taux de 1,15, qui se situe dans la fourchette ci-dessus, proche du point exprimé par le FMI.

L'analyse de sensibilité réalisée par AREVA<sup>67</sup> simule une variation de plus ou moins 0,1€/USD dans les trajectoires financières des BU impactées par les variations €/USD (BU Mines, Chimie & Enrichissement, Logistique et Projets internationaux). Cette analyse intègre l'impact de la couverture de change mise en place par le groupe qui n'excède pas, en règle générale, 5 ans.

Les sensibilités étant exprimées en variation de cash-flows par BU, nous les avons intégrées dans nos modèles et actualisées en tenant compte des paramètres d'évaluation propres à chaque BU (CMPC, horizon explicite, valeur terminale).

Il ressort de ces calculs une sensibilité de la valeur des fonds propres d'AREVA de +/- 405 M€ pour une variation de 0,10 point du cours du dollar, soit un impact de +/- 1,06 € par action.

#### 5.8.2.2. Sensibilité au cours de l'uranium

Le marché de l'uranium est un marché de commodité dont la courbe de prix historique est présentée au § 5.1.2.1.

Les variations des cours de l'uranium pourraient avoir un impact négatif ou positif significatif sur la situation financière des activités minières, d'enrichissement et de conversion du Groupe.

Les cours de l'uranium dépendent notamment de la demande d'énergie nucléaire, des conditions économiques et politiques dans les pays producteurs (Canada, États-Unis, Russie, républiques de la CEI et Australie, certains pays d'Afrique) et consommateurs d'uranium.

L'analyse de sensibilité réalisée par AREVA<sup>68</sup>, simule une variation de plus ou moins 5 USD/lb dans la trajectoire financière de la BU Mines et de plus ou moins 5 USD/UTS dans la trajectoire financière de la BU C&E.

Les sensibilités étant exprimées en variation de cash-flows par BU, nous les avons intégrées dans nos modèles et actualisées en tenant compte des paramètres d'évaluation propres à chaque BU (CMPC, horizon explicite, valeur terminale).

Il ressort de ces calculs une sensibilité de la valeur des fonds propres d'AREVA SA de +/- 461 M€ aux variations du prix de l'uranium et de l'UTS mentionnées ci-avant, soit un impact de +/- 1,21 € par action.

#### 5.8.3. Aléas liés aux risques spécifiques

#### 5.8.3.1. Aléas négatifs liés aux activités nucléaires

Comme expliqué dans le document de référence<sup>69</sup>, les activités exercées par AREVA comportent des risques substantiels qui constituent autant d'aléas négatifs au regard de notre évaluation.

<sup>&</sup>lt;sup>67</sup> Nous avons effectué des contrôles de cohérence sur les fichiers Excel de simulation établis par

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> Nous avons effectué des contrôles de cohérence sur les fichiers Excel de simulation établis par AREVA.



Sans préjuger des conclusions des études en cours, les résultats liés aux essais concernant le circuit primaire du réacteur de Flamanville 3 ou les audits qualité dans les usines du Creusot, de Saint Marcel et de Jeumont sont d'ailleurs des conditions suspensives à la réalisation de la cession d'AREVA NP.

Les risques futurs seront par construction portés par les acquéreurs.

En revanche, AREVA a conservé l'essentiel des risques passés au titre des contrats échus, ou accordé des garanties sur les contrats en cours, dans le cadre des cessions. Elle reste donc porteuse d'aléas négatifs à ce titre, par définition non quantifiables, mais qui pourraient affecter sa valeur de façon significative, dès lors que nous avons retenu les hypothèses les plus favorables pour l'actionnaire, en ne prévoyant aucune franchise sur la couverture de ces risques.

#### 5.8.3.2. Estimation des aléas sur les procédures OL3

Nous avons examiné, en lien avec la Société et ses conseils juridiques, les issues possibles à l'arbitrage en cours entre le consortium AREVA-SIEMENS et TVO.

Le champ des possibles apparait extrêmement large en l'état de la procédure d'arbitrage. Plusieurs scénarios ont été construits et simulés et constituent autant des aléas négatifs que positifs.

Dans l'appréciation du prix d'Augmentation de Capital Réservée, nous constatons que la valeur intrinsèque de la Société ajustée de l'aléa positif correspondant au scénario le plus optimiste formalisé par les conseils juridiques d'AREVA reste inférieure au prix de souscription de 4,50 €.

#### 5.8.3.3. Solde des compléments de prix sur ANP

Comme indiqué au § 5.2.3, le solde du complément de prix à percevoir sur la cession d'ANP a été retenu comme facteur d'aléa positif sur la valeur centrale de l'ANR. Ce montant s'élève à 52 M€.

### 6. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Comme indiqué au § 3.2.3, nous avons étudié les notes d'analystes qui suivent la valeur AREVA en distinguant la période antérieure au 15 juin 2016 et celle postérieure à cette date jusqu'au 30 décembre 2016.

<sup>&</sup>lt;sup>69</sup> « Par nature, les activités exercées par le groupe, notamment dans les installations nucléaires, comme dans ses autres installations industrielles ou lors des opérations de logistique ou de maintenance chez ses clients, présentent des risques. Pour les prévenir et en réduire les conséquences, le groupe a mis en place des stratégies et des procédures de contrôle des risques correspondant à des standards élevés. Si toutefois des incidents et accidents survenaient, notamment en raison d'atteintes à la sécurité ou d'actes de malveillance, le groupe devrait faire face à une responsabilité substantielle ou à des surcoûts significatifs d'exploitation.»



#### 6.1. Etude au 15 juin 2016

Areva SA - Etude des notes d'analyste au 15 juin 2016

| Analyste                | Date de publication | Cours à la<br>date de<br>rédaction<br>de la note | Objectif de cours | Recommandation | Prime induite sur le<br>prix d'émission de<br>4,50 € sur l'objectif<br>de cours |
|-------------------------|---------------------|--------------------------------------------------|-------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| CM-CIC Market solutions | 26-févr16           | 3,70 €                                           | 7,00 €            | Vendre         | -35,7%                                                                          |
| Oddo Securities         | 9-mai-16            | 4,36 €                                           | 3,00 €            | Alléger        | 50,0%                                                                           |
| Kepler Chevreux         | 20-mai-16           | 3,96 €                                           | 4,00 €            | Alléger        | 12,5%                                                                           |
| Natixis                 | 15-juin-16          | 3,89 €                                           | 4,04 €            | Neutre         | 11,4%                                                                           |

La recommandation « vendre » de CM-CIC MARKET SOLUTIONS apparait manifestement incohérente avec le cours de bourse à la date de publication de la note (3,70 €) qui était sensiblement inférieur à 7 €. Dans ces conditions, nous n'avons pas retenu cette note dans notre analyse.

Il ressort de cette analyse que les objectifs de cours des analystes publiés avant l'annonce du 15 juin 2016 sont compris entre 3,0 € et 4,04 €. Sur cette base, le prix d'émission de 4,50 € fait ressortir une prime 50,0% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 11,4% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette. Le prix d'émission est donc supérieur aux objectifs de cours des analystes, ce qui est favorable aux actionnaires d'AREVA pour lesquels la dilution sera ainsi limitée.

#### 6.2. Etude au 30 décembre 2016

Areva SA - Etude des notes d'analyste au 30 décembre 2016

| Analyste                | Date de publication | Cours à la<br>date de<br>rédaction<br>de la note | Objectif de cours | Recommandation | Prime induite sur le<br>prix d'émission de<br>4,50 € sur l'objectif<br>de cours |
|-------------------------|---------------------|--------------------------------------------------|-------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| CM-CIC Market solutions | 29-juil16           | 3,90 €                                           | 7,00 €            | Vendre         | -35,7%                                                                          |
| Oddo Securities         | 28-oct16            | 4,97 €                                           | 2,50 €            | Alléger        | 80,0%                                                                           |
| Natixis                 | 28-oct16            | 4,97 €                                           | 4,04 €            | Neutre         | 11,4%                                                                           |

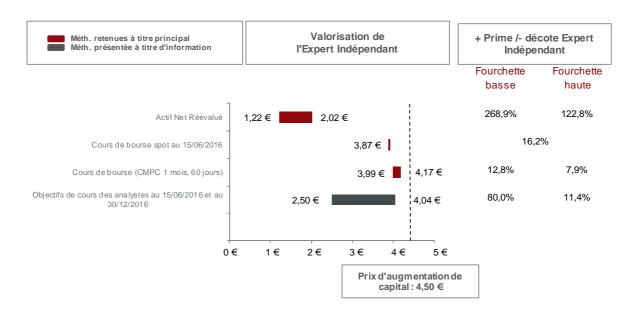
Comme indiqué ci-avant, nous n'avons pas retenu la note CM-CIC MARKET SOLUTIONS dans notre analyse en raison de l'incohérence entre la recommandation « vendre » et le cours de bourse à la date de publication de la note (3,90 €), étant par ailleurs précisé qu'il n'avait pas atteint le niveau de 7,0 € depuis le début de l'année 2016 à la date de publication.

KEPLER CHEUVREUX n'a pas publié de note postérieurement à l'annonce du 15 juin 2016.

Il ressort que les objectifs de cours des analystes publiés entre l'annonce du 15 juin 2016 et le 30 décembre 2016 sont compris entre 2,50 € et 4,04 €. Sur cette base, le prix d'émission de 4,50 € fait ressortir une prime de 80,0% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 11,4% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette. Le prix d'émission est donc supérieur aux objectifs de cours des analystes.

## 7. Synthèse de la valorisation de la société AREVA SA

La valeur par action de la société AREVA telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation se présente comme suit :



# 8. Appréciation sur le caractère équitable du prix retenu pour l'augmentation de capital et avis sur le caractère équitable du prix retenu en cas d'Offre Publique de Retrait et de Retrait Obligatoire

AREVA est confrontée à une situation financière très difficile, dans un contexte où ses activités sont actuellement en bas de cycle.

Pour répondre à ses difficultés à brève échéance et permettre le maintien en continuité d'exploitation de ses activités, il a été soumis à la Commission européenne un plan de restructuration global. Celui-ci prévoit une augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat, lequel devra également, si AREVA perd le contrôle de NEW AREVA HOLDING à raison de l'augmentation de capital également prévue pour cette société, procéder à une Offre Publique de Retrait suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire, selon un calendrier qui suppose la levée des conditions préalables fixées par la Commission européenne dans le cadre de l'autorisation du plan de restructuration obtenue le 10 janvier 2017.

Le Prix envisagé pour les deux Opérations, d'augmentation de capital et d'OPR-RO, de 4,50 €, appelle les observations suivantes :

- Il extériorise une prime comprise entre 122,8% et 268,9% sur le critère de l'ANR, critère selon nous le plus pertinent pour évaluer un groupe tel qu'AREVA;



- Il se situe dans les fourchettes de cours de bourse moyens appréciés sur différentes périodes, en rappelant ici que ce critère nous semble moins pertinent que l'ANR, à raison du flottant limité du capital, accentuant la volatilité propre à l'activité et aux difficultés du groupe. A ce titre, la référence à la période où l'annonce des restructurations n'était pas perçue par le marché, soit antérieurement au 15 juin 2016, nous semble plus cohérente pour apprécier le prix au regard du cours de bourse. Sur cette période, le prix d'augmentation de capital extériorise une prime de 16,2% sur la borne basse (spot au 15/06/2016) et une prime de 7,9% sur la borne haute (CMPV 60 jours);
- Sur le critère des objectifs de cours de bourse exprimés par les analystes qui suivent le titre, la prime sur la borne haute est de 11,4% et atteint 50% à 80% sur leurs valeurs les plus basses.

Outre nos travaux de valorisation, il convient d'observer qu'avec le niveau d'endettement du groupe, les analyses de sensibilité sur des paramètres qui affectent de façon significative les activités d'AREVA, tels que l'évolution des cours de l'uranium ou du taux de change €/USD, ou la prise en compte d'aléas positifs éventuels sur des contentieux ou opérations en cours, ne conduisent pas à des incidences sur la valorisation du Groupe, susceptibles de remettre en cause le prix de 4,50 €. Ces mêmes paramètres, en fonction de leur évolution, pourraient conduire à une nouvelle dégradation de la situation et donc de la valorisation également.

En définitive, nous estimons que le prix de 4,50 € est équitable pour l'actionnaire minoritaire d'AREVA, qui verra sa dilution limitée alors même que les capitaux apportés par l'Etat assureront la continuité d'exploitation du Groupe.

De même, au jour du présent rapport, ce prix de 4,50 €, qui devrait être retenu pour l'Offre Publique de Retrait, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire, annoncée par l'Etat, extériorise des niveaux de prime qui permettent, à ce stade, de considérer que celui-ci serait équitable pour les actionnaires minoritaires.

Nous établirons un rapport complémentaire sur l'équité du prix de l'Offre Publique de Retrait suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire lors de la mise en œuvre de l'Offre, en tenant compte d'une valorisation multicritères qui résultera des données et paramètres d'évaluation qui seront alors constatés.

Fait à Paris le 12 janvier 2017

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU

Olivier PERONNET



#### Annexe 1

#### <u>Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :</u>

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

## <u>Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours</u> des 24 derniers mois :

| Date    | Cible         | Initiateur                                                      | Banque présentatrice         | Opération                                                        |
|---------|---------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| mai-15  | JC Decaux     | JC Decaux                                                       | Goldman Sachs                | Offre Publique d'Achat Simplifiée                                |
| juil15  | Henri Maire   | Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire<br>Développement | Aurel BGC                    | Offre Publique d'Achat Simplifiée                                |
| mars-16 | Fimalac       | Fimalac                                                         | Société Générale             | Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres |
| avr16   | GFI           | Mannai Corporation                                              | Crédit Agricole CIB          | Offre Publique d'Achat Simplifiée                                |
| avr16   | Grand Marnier | Davide Campari Milano S.P.A                                     | Bank of America Merill Lynch | Offre Publique d'Achat                                           |
| mai-16  | SAFT          | Total                                                           | BNP Paribas                  | Offre Publique d'Achat                                           |
| oct16   | Solocal       | NA                                                              | NA                           | Augmentation de capital réservée                                 |
| nov16   | Ausy          | Randstad                                                        | BNP Paribas                  | Offre Publique d'Achat                                           |

# Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



#### Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 500.000 €, hors taxes, frais et débours.

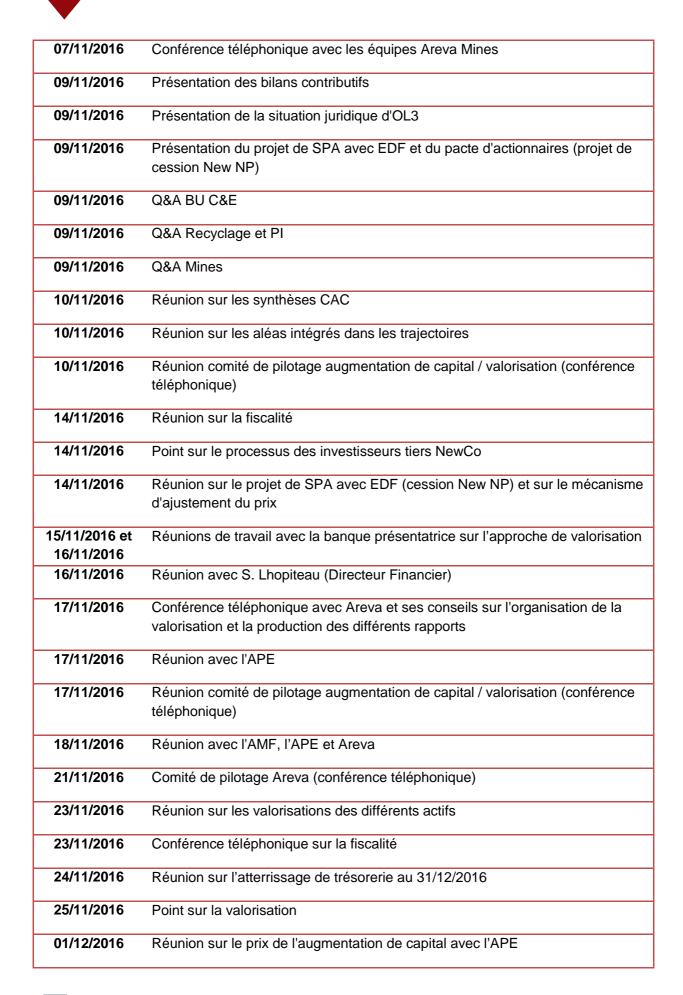
#### Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 Identification des risques et orientation de la mission
- 3 Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
  - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société
- 4 Appréciation du contexte de l'Offre :
  - Compréhension du processus ayant conduit à l'opération
  - Echanges avec la banque présentatrice de l'éventuelle OPR-RO
  - Echanges avec le management d'AREVA
- 5 Prise de connaissance de la documentation comptable et financière d'AREVA
- 6- Revue détaillée des notes d'analystes et des consensus
- 7 Analyse du cours de bourse :
  - Analyse du flottant et de la liquidité
  - Analyse de l'évolution du cours
- **8 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actif net réévalué avec une approche adaptée à chaque participation évaluée :
  - DCF
  - Comparables boursiers
  - Valeur nette comptable
- **9 -** Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société et de la lettre d'affirmation de l'Etat
- 10 Revue indépendante
- 11 Rédaction du rapport

#### Calendrier de l'étude :

| DATE       | OBJET                                                                            |  |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------|--|
| 10/10/2016 | Réunion de présentation avec la Présidente du comité Ad hoc et le Directeur      |  |
|            | financier du groupe                                                              |  |
| 10/10/2016 | Comité de pilotage Areva                                                         |  |
| 13/10/2016 | Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation                |  |
| 19/10/2016 | Réunion chez Areva, point sur les ateliers et sur la liste des documents         |  |
| 20/10/2016 | Présentation des trajectoires financières                                        |  |
| 20/10/2016 | Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation                |  |
| 21/10/2016 | Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)                               |  |
| 25/10/2016 | Comité Ad hoc d'Areva SA                                                         |  |
| 26/10/2016 | Présentation des trajectoires financières opérationnelles                        |  |
| 26/10/2016 | Présentation de la trajectoire financière BU logistique                          |  |
| 26/10/2016 | Présentation de la trajectoire financière BU recyclage                           |  |
| 27/10/2016 | Présentation de la trajectoire financière BU D&S                                 |  |
| 27/10/2016 | Présentation de la trajectoire financière BU Chimie et Enrichissement            |  |
| 27/10/2016 | Présentation de la trajectoire financière corporate / Areva SA                   |  |
| 27/10/2016 | Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation                |  |
| 28/10/2016 | Réunion sur les travaux d'évaluation de Newco réalisés dans le cadre des apports |  |
| 02/11/2016 | Réunion avec la banque présentatrice sur les méthodes d'évaluation               |  |
| 03/11/2016 | AGE sur les apports à Newco                                                      |  |
| 03/11/2016 | Présentation des éléments de valorisation de l'activité énergies renouvelables   |  |
| 03/11/2016 | Présentation de la trajectoire fiscale                                           |  |
| 03/11/2016 | Présentation de la trajectoire financière BU Areva Med                           |  |
| 04/11/2016 | Réunion avec Lazard, conseil financier de la Société                             |  |
| 07/11/2016 | Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)                               |  |
| 07/11/2016 | Réunion avec Citi, conseil financier de la Société                               |  |
| 07/11/2016 | Présentation de la trajectoire financière OL3                                    |  |







| 01/12/2016 | Réunion OL3, analyse de la procédure arbitrale                                              |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 05/12/2016 | Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)                                          |
| 06/12/2016 | Comité Ad hoc d'Areva SA                                                                    |
| 06/12/2016 | Réunion sur la présentation des éléments de valorisation                                    |
| 06/12/2016 | Conférence téléphonique sur la procédure arbitrale OL3                                      |
| 13/12/2016 | Comité Ad hoc d'Areva SA                                                                    |
| 15/12/2016 | Conseil d'administration d'Areva SA                                                         |
| 20/12/2016 | Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)                                          |
| 22/12/2016 | Conférence téléphonique avec l'AMF                                                          |
| 23/12/2016 | Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique) |
| 03/01/2017 | Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique) |
| 09/01/2017 | Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)                                          |
| 09/01/2017 | Point téléphonique avec l'AMF (M. Bertrand Durupt)                                          |
| 10/01/2017 | Contrôle qualité du rapport Finexsi                                                         |
| 11/01/2017 | Comité Ad hoc d'Areva SA                                                                    |
| 11/01/2017 | Conseil d'administration d'Areva SA, présentation du projet de rapport Finexsi              |
| 12/01/2017 | Emission du rapport Finexsi                                                                 |

#### Liste des principales personnes rencontrées :

- Monsieur Stéphane LHOPITEAU, Directeur financier
- Monsieur David CLAVERIE, Directeur financier adjoint
- Monsieur Olivier THOUMYRE, Coordinateur New Areva
- Monsieur Manuel LACHAUX, Directeur de la communication financière et des relations investisseurs
- Monsieur Cyril MOULIN, Directeur Fusions-Acquisitions
- Monsieur Fabienne SOORIAH, Fusions-Acquisitions
- Monsieur Olivier THELOT, Fusions-Acquisitions
- Monsieur Jean-Marc DEBOURDEAUX, Fiscaliste
- Monsieur Yann GUILBAUD, Directeur Juridique



- Monsieur David RUBIN, Manager de transition, Direction Juridique Gouvernance, Sociétés, Bourse & Finance
- Madame Alexandra LABROUE, Responsable Droit des Sociétés et Restructurations

#### Conseil financier de la Société, ACCURACY

- Monsieur Christophe LECLERC, Associé
- Monsieur Romain PROGLIO, Senior Manager
- Madame Daphné MOREL, Associate

#### Conseil financier de la Société, SOCIETE GENERALE

- Monsieur Alexandre COURBON, Managing Director
- Monsieur Colomban MATHIEU de VIENNE, Vice President
- Madame Khouloud CHERIQI, Associate

#### Conseil financier de la Société, LAZARD FRERES

- Monsieur Godefroy HARIKA, Associate
- Monsieur Jérémy HADDAK, Associate

#### Conseil financier de la Société, CITI

Monsieur Pierre CASTAING, Vice President

#### Avocat de la Société, BREDIN PRAT

- Maître Patrick DZIEWOLSKI, Partner
- Maître Marine BLOTTIAUX, Avocat
- Maître Barthélémy COURTEAULT, Avocat

#### Agence des participations de l'Etat (APE)

- Monsieur Alexis ZAJDENWEBER, Directeur de participations énergie
- Monsieur Charles CLEMENT-FROMENTEL, Directeur de participations adjoint
- Monsieur Olivier FROMENT, Chargé de participations

#### Etablissement présentateur, ODDO & CIE

- Monsieur Raphael RIO, Managing Director
- Monsieur Romain ATTARD, Vice-Président
- Monsieur Gary KURTZ, Associate
- Monsieur Edgard CATTAN, Analyst



#### Sources d'information utilisées :

#### Informations communiquées par la société AREVA :

- Plans d'affaires des business units ;
- Document de référence 2015 ;
- Comptes consolidés au 30 juin 2016 ;
- Projet d'Actualisation du Document de Référence 2015, daté du 12 janvier 2017;
- Eléments d'appréciation du prix de souscription à l'augmentation de capital.

#### Informations de marché:

- Communication financière d'Areva sur les exercices 2014, 2015 et 2016 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, EPSILON RESEARCH, AGENCE FRANCE TRESOR ;
- Etudes sectorielles : XERFI.

#### Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les associés signataires, Messieurs Olivier PERONNET et Olivier COURAU, ont été assistés de Monsieur Michel GAUTHIER, Senior Advisor, et Maxime ROGEON, Manager, ainsi que d'une équipe de collaborateurs confirmés.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, associé du cabinet.



#### Annexe 2

#### Sociétés cotées comparables utilisées dans la détermination des Betas :

#### Mines Exploitation:

- CAMECO CORPORATION est une société d'exploration et d'extraction de mines d'uranium.
   Elle dispose de mines au Canada, aux Etats-Unis et au Kazakhstan. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée au Canada.
- PENINSULA ENERGY LIMITED est une société d'exploration et d'extraction de mines d'uranium aux Etats-Unis. Elle explore également des gisements de molybdène et d'or. La société est cotée sur l'Australian Stock Exchange et est basée en Australie.
- URANIUM ENERGY CORP est une société d'exploration et d'extraction d'uranium aux Etats-Unis et au Paraguay. La société est cotée sur l'American Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- **ENERGY FUELS INC** est une société d'extraction d'uranium et de vanadium aux Etats-Unis. Ses principaux actifs sont situés aux Etats-Unis. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- PALADIN ENERGY LTD est une société d'exploration et d'extraction d'uranium en Australie et en Afrique. La société est cotée sur l'Australian Stock Exchange et est basée en Australie.
- **UR-ENERGY INC** est une société d'exploration, de développement et d'extraction d'uranium, dont les actifs se situent aux Etats-Unis. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- **DENISON MINES CORP** est une société d'exploration, de développement et d'extraction d'uranium, dont les actifs se situent au Canada (McClean Lake, Midwest,...) et en Afrique. La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange et est basée au Canada.

#### BU Chimie-Enrichissement:

Ne disposant pas véritables comparables cotés, nous avons identifié un échantillon de 10 sociétés opérant dans les secteurs de la chimie et des gaz industriels. Les différentes caractéristiques de ces sociétés ont été considérées comme suffisamment proches de celles de la BU chimie-enrichissement pour lui appliquer ce beta.

#### Groupes européens opérant dans le secteur de la chimie

- **AKZO NOBEL N.V.** est un fournisseur de produits de santé, de peintures et de produits chimiques. La société est cotée sur Euronext et est basée aux Pays-Bas.
- Koninklijke DSM N.V. est une entreprise active dans quatre secteurs : nutrition, produits pharmaceutiques, matières performantes et chimie industrielle. La société est cotée sur Euronext et est basée aux Pays-Bas.





- **SOLVAY** est un groupe belge leader de la chimie mondiale fondé en 1863. La société est cotée sur Euronext.
- **ARKEMA** est un groupe chimique, plus particulièrement de chimie de spécialité et des matériaux de performance. La société est cotée sur Euronext et est basée en France.
- EVONIK INDUSTRIES AG est une entreprise allemande présente dans la chimie et en tant que façonnier dans l'industrie pharmaceutique. La société est cotée sur le Franckfurt Stock Exchange.
- CLARIANT AG est une entreprise suisse de chimie, issue du groupe SANDOZ. Elle est le leader mondial dans le domaine des produits chimiques et des pigments pour l'industrie textile, du cuir et du papier. La société est cotée sur le Swiss Exchange.
- WACKER CHEMIE AG est un groupe chimique, notamment actif sur la chimie de spécialité. La société est cotée sur le Franckfurt Stock Exchange et est basée en Allemagne.

#### Acteurs des gaz de spécialité

- AIR LIQUIDE est un groupe industriel français d'envergure internationale, spécialiste des gaz industriels, c'est-à-dire des gaz pour l'industrie, la santé, l'environnement et la recherche. La société est cotée sur Euronext.
- **PRAXAIR INC** est une grande entreprise de fourniture de gaz industriels, notamment en Amérique. Elle produit et distribue des gaz purs ou de composition précise. La société est cotée sur le New York Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- AIR PRODUCTS AND CHEMICALS INC est un groupe industriel américain d'envergure internationale, spécialiste des gaz industriels et médicaux. La société est cotée sur le New York Stock Exchange.

#### **BU Logistique**:

En l'absence de comparables cotés, nous avons retenu le beta désendetté « Transportation » de Damodaran, auquel nous avons appliqué une prime de 20% afin de tenir compte des spécificités du transport de matières nucléaires, non reflétées dans le beta sectoriel Damodaran.

#### BU Recyclage et Démantèlement & Services :

Nous avons retenu le même échantillon de comparables pour les BU Recyclage (activité industrielle et Projets Internationaux) et Démantèlement & Services du fait de la proximité de leurs activités.

Cependant, le beta désendetté médian des comparables a été augmenté d'une prime de risque spécifique de 10% :

- pour la BU Démantèlement & Services afin de tenir compte d'un environnement concurrentiel sensiblement plus importante que pour la BU Recyclage ;



- pour l'activité Projets Internationaux (BU Recyclage) afin de refléter le risque de non réalisation de certains contrats inclus dans les flux du plan d'affaires mais toujours en cours de négociation.

Les comparables inclus dans notre échantillon sont les suivants :

- VEOLIA ENVIRONNEMENT est une entreprise française leader des services collectifs, qui propose des services dans la gestion du cycle de l'eau, la gestion et valorisation des déchets et la gestion de l'énergie. La société est cotée sur Euronext.
- Suez est le deuxième groupe mondial dans le domaine de la gestion de l'eau et des déchets derrière VEOLIA, et opère auprès de nombreuses industries. La société est cotée sur Euronext et est basée en France.
- **BWX TECHNOLOGIES INC** est une entreprise américaine qui fournit des composants nucléaires, intervient dans la gestion et la conversion de l'uranium et la restauration de sites d'exploitation. La société est cotée sur le New York Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- CLEAN HARBORS INC est une entreprise de services dans les domaines énergétiques, industriels et environnementaux, proposant notamment des services de gestion et de traitement des déchets dangereux. La société est cotée au New York Stock Exchange et est basée aux Etats-Unis.
- **TETRA TECH INC** est une entreprise offrant des services de traitement des eaux et de dessalement, ainsi que de gestion des déchets et de maintenance auprès de clients industriels. La société est cotée sur le Nasdaq et est basée aux Etats-Unis.
- US ECOLOGY INC est une entreprise de services environnementaux, notamment de gestion et de traitement de déchets commerciaux, y compris de déchets dangereux. La société est cotée sur le Nasdaq et est basée aux Etats-Unis.

#### BU Areva Med:

- ADVANCED ACCELERATOR APPLICATIONS est une société française qui développe, fabrique et commercialise des produits diagnostiques thérapeutiques de Médecine Nucléaire Moléculaire dans les domaines de l'oncologie, la neurologie, la cardiologie et les maladies infectieuses et inflammatoires. La société est cotée sur le Nasdaq.
- **CELLECTIS** est une société française dont l'objectif est d'apporter des traitements aux patients atteints de cancer grâce à l'immunothérapie adoptive. La société est cotée sur Euronext ainsi que sur le Nasdaq.