

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT VISANT LES ACTIONS D'AREVA S.A.

INITIEE PAR
L'ETAT FRANÇAIS



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 17-399 en date du 28 juillet 2017 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société AREVA et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet d'AREVA (www.areva.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de :

AREVA
TOUR AREVA – 1, Place Jean Millier
92400 Courbevoie

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'AREVA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L’OFFRE	3
1.1. Titres visés par l’Offre	3
1.2. Modalités de l’Offre	4
2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OFFRE	4
2.1 Contexte de l’Offre	4
2.2 Motifs de l’Offre	8
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	9
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	11
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	11
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE	11
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	13
7.1 Structure et répartition du capital	13
7.2 Restrictions statutaires à l’exercice du droit de vote et au transfert d’actions	14
7.3 Conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d’acquisition d’actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	14
7.4 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titres depuis le 1 ^{er} janvier 2017	15
7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	16
7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	16
7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d’actions ou à l’exercice des droits de vote	16
7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d’Administration et à la modification des statuts de la Société	16
7.9 Pouvoirs du Conseil d’Administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres	18
7.10 Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	19
7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d’Administration de la Société ou les salariés, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique	19
8. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT DE L’ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L’AMF	19
9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	129
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	129

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, l'Etat français (l'« **Etat** » ou l'« **Initiateur** ») offre irrévocablement aux actionnaires de la société AREVA, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé Tour AREVA – 1, Place Jean Millier – 92400 Courbevoie, immatriculée sous le numéro 712 054 923 RCS Nanterre (« **AREVA** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011027143 (mnémonique AREVA), au prix de 4,50 euros par action, et ce dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») ainsi que dans la note d'information établie par l'Initiateur et ayant reçu le visa de l'AMF n°17-398 en date du 28 juillet 2017 (la « **Note d'Information** »).

1.1. Titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note en réponse, compte tenu de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA (tel que ce terme est défini ci-après) le 12 juillet 2017, l'Initiateur détient (i) directement 554.931.780 actions de la Société, représentant 67,05% du capital et 56,33% des droits de vote de la Société, et (ii) indirectement, par l'intermédiaire du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives, établissement public de l'Etat à caractère scientifique, technique et industriel, dont le siège social est situé immeuble « Le Ponant D », 25 rue Leblanc, 75015 Paris, immatriculé sous le numéro 795 685 019 RCS Paris (le « **CEA** ») (avec lequel l'Etat agit de concert), 208.349.383 actions de la Société, représentant 25,17% du capital et 35,38% des droits de vote de la Société, soit au total 763.281.163 actions de la Société représentant 92,22% du capital et 91,70% des droits de vote de la Société¹.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire du CEA, à la date de la présente note en réponse, à l'exception des actions auto-détenues par la Société, soit un nombre total de 63.404.659 actions de la Société², représentant, à la date de la présente note en réponse, 7,66% du capital et 8,21% des droits de vote de la Société³.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

¹ Sur la base d'un capital composé de 827.649.296 actions représentant 1.177.834.472 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

² L'Offre ne vise pas les 963.474 actions auto-détenues par la Société qui ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

³ Sur la base d'un capital composé de 827.649.296 actions représentant 1.177.834.472 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.2. Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, ODDO BHF SCA, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 13 juillet 2017, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait et le projet de note d'information relatif à l'Offre. ODDO BHF SCA, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'Offre n'est soumise à aucune condition d'obtention d'une autorisation réglementaire.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la Section 2.5 de la Note d'Information.

L'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information que, conformément aux articles L.433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans la mesure où les actionnaires minoritaires ne devraient pas représenter plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre compte tenu des Engagements d'Apport dont bénéficie l'Initiateur (tels que décrits à la Section 1.4 de la Note d'Information et à la Section 6 ci-dessous), ce dernier a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et celles auto-détenues par la Société) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 4,50 euros par action, nette de tous frais.

2. **CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE**

2.1 Contexte de l'Offre

Projet de Restructuration

Afin de restaurer sa compétitivité et d'assainir sa situation financière, AREVA a conçu et entamé en 2015 un projet de restructuration de grande ampleur consistant principalement en :

- des cessions d'actifs afin de se recentrer sur les activités du cycle du combustible nucléaire. A ce titre, AREVA s'est désengagée de certaines activités et a cédé ses participations dans les sociétés Canberra, Adwen, Elta et AREVA TA ;

AREVA a par ailleurs conclu avec AREVA NP (filiale d'AREVA spécialisée dans l'ingénierie des réacteurs des centrales nucléaires) et EDF, le 15 novembre 2016, un contrat de cession relatif à la cession d'une participation conférant à EDF le contrôle exclusif d'une entité (« **New NP** ») à laquelle AREVA NP aura préalablement transféré l'ensemble de ses activités à l'exception du contrat d'EPR Olkiluoto 3 en Finlande, des ressources nécessaires à la finalisation de ce projet ainsi que de certains contrats composants. La réalisation de la cession est prévue fin 2017, sous conditions, notamment, (i) de l'obtention de conclusions favorables

de l'Autorité de Sûreté Nucléaire (l' « **ASN** ») au sujet des résultats des essais concernant le circuit primaire du réacteur de Flamanville 3, (ii) de la finalisation et la conclusion satisfaisante des audits qualité dans les usines du Creusot, de Saint-Marcel et de Jeumont, (iii) de l'approbation des autorités compétentes en matière de contrôle des concentrations et de sûreté nucléaire, ainsi que (iv) du transfert des activités d'AREVA NP, hors le contrat OL3 et certains contrats composants, à New NP ;

- la filialisation au sein de la société New AREVA Holding des activités du cycle du combustible nucléaire (comprenant les activités mines, amont et aval) et l'ouverture du capital de l'entité concernée à des investisseurs stratégiques ;

le 10 novembre 2016, AREVA a apporté, par voie d'apport partiel d'actifs soumis au régime des scissions, l'ensemble des actifs et passifs liés à son activité du cycle du combustible nucléaire (comprenant les activités mines, amont et aval) ainsi que l'ensemble des dettes obligataires arrivant à échéance à compter de 2017 et les directions centrales associées à la société New AREVA Holding, une filiale alors détenue à 100% par AREVA ;

- un plan de performance prévoyant des gains opérationnels conséquents, via le contrôle de l'évolution de la masse salariale (au travers notamment de la mise en œuvre d'un plan de départs volontaires) et des rémunérations, l'amélioration de la productivité, la sélectivité des achats et la stratégie commerciale ;
- la recapitalisation d'AREVA à hauteur d'environ 2 milliards d'euros, intégralement souscrits par l'Etat et de New AREVA Holding à hauteur d'environ 3 milliards d'euros (dont 2,5 milliards d'euros souscrits par l'Etat et 500 millions d'euros par des investisseurs stratégiques), telles que détaillées ci-après ;

ensemble, le « **Projet de Restructuration** ».

Autorisations de la Commission européenne

La mise en œuvre de ce Projet de Restructuration restait soumise à l'autorisation de la Commission européenne au regard des règles européennes relatives aux aides d'Etat, compte tenu de la participation envisagée de l'Etat aux recapitalisations d'AREVA et de New AREVA Holding.

Le 10 janvier 2017, la Commission européenne, constatant notamment que (i) les mesures d'aide envisagées permettaient le retour à la viabilité à long terme du groupe AREVA, (ii) le groupe AREVA s'engageait à contribuer de façon significative aux coûts de sa restructuration et (iii) les mesures compensatoires proposées par le groupe AREVA étaient suffisantes et adéquates, a autorisé la participation de l'Etat aux recapitalisations d'AREVA et de New AREVA Holding au regard du Projet de Restructuration sous réserve de :

- la conclusion de 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 de lever la condition

suspensive du contrat de cession de New NP relative à la problématique de ségrégation carbone identifiée dans les pièces de la cuve du réacteur EPR de Flamanville 3 ; et

- l'autorisation par la Commission européenne de l'opération de concentration entre EDF et New NP ;

les « **Conditions Préalables** ».

L'autorisation de la Commission européenne est également assortie d'engagements du groupe AREVA jusqu'à la fin du Projet de Restructuration (*i.e.* fin 2019)⁴.

Le même jour, la Commission européenne a par ailleurs autorisé une aide au sauvetage sous la forme de deux avances en compte-courant d'actionnaire de l'Etat (l'une de 2 milliards d'euros au bénéfice d'AREVA, l'autre de 1,3 milliard d'euros au bénéfice de New AREVA Holding) afin de permettre au groupe AREVA de faire face à ses obligations financières pendant six mois.

Assemblées générales d'AREVA et de New AREVA Holding

Le 3 février 2017, l'assemblée générale d'AREVA a autorisé une augmentation de capital réservée à l'Etat d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 2 milliards d'euros (soit l'émission de 444.444.444 actions ordinaires nouvelles de 0,25 euro de valeur nominale, assortie d'une prime d'émission de 4,25 euros par action, soit un prix de souscription de 4,50 euros par action) sous réserve de l'accomplissement des Conditions Préalables imposées par la Commission européenne (l'« **Augmentation de Capital d'AREVA** ») et délégué au conseil d'administration tous pouvoirs à l'effet notamment de mettre en œuvre et de réaliser l'Augmentation de Capital d'AREVA.

L'assemblée générale de New AREVA Holding a, le même jour, autorisé :

- une augmentation de capital réservée à l'Etat d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 2,5 milliards d'euros sous réserve de l'accomplissement des Conditions Préalables imposées par la Commission européenne et de l'absence de survenance d'un événement significatif défavorable à la date d'augmentation de capital (la « **Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding** ») ; et
- une augmentation de capital réservée à des investisseurs stratégiques, Japan Nuclear Fuel Limited (« **JNFL** ») et Mitsubishi Heavy Industries Ltd (« **MHI** »), chacune d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 250 millions d'euros sous réserve de l'accomplissement de conditions suspensives (dont la cession du contrôle majoritaire de New NP à EDF) convenues entre l'Etat, AREVA, MHI, JNFL et New AREVA Holding (la « **Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding** »),

⁴ Notamment (i) de ne pas augmenter la capacité de l'usine de Georges Besse II, à l'exception de l'acquisition et de l'installation des centrifugeuses prévues dans ses accords existants, (ii) que New NP sous le contrôle d'EDF et New AREVA Holding n'entrent dans aucun partenariat stratégique ou autre accord-cadre prévoyant une coopération commerciale qui viserait à privilégier New AREVA Holding dans les situations où New NP souhaiterait proposer à un client une offre intégrée avec un fournisseur de matière nucléaire et (iii) de s'abstenir de procéder à des acquisitions de participations dans toute entreprise qui n'est pas déjà sous le contrôle du groupe AREVA hormis certaines exceptions prévues dans la décision d'autorisation.

et délégué au conseil d'administration tous pouvoirs à l'effet notamment de mettre en œuvre et de réaliser la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding et la Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding.

Le 13 mars 2017, JNFL, MHI, New AREVA Holding, l'Etat et AREVA ont conclu un protocole d'investissement et un pacte d'actionnaires relatifs à l'entrée de JNFL et MHI au capital de New AREVA Holding, à hauteur, pour chacun, de 5% du capital de New AREVA Holding, modifiés par avenant en date du 26 juillet 2017. A ce titre, il a notamment été convenu que les fonds correspondant au montant total de l'investissement de JNFL et MHI seraient placés en fiducie à compter de la réalisation de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding et jusqu'à la réalisation de la Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding, ayant vocation à intervenir après la réalisation de la cession de New NP à EDF.

Le 11 juillet 2017, l'assemblée générale extraordinaire de New AREVA Holding a modifié les termes de l'autorisation donnée par l'assemblée générale extraordinaire du 3 février 2017 au conseil d'administration de sorte que le conseil d'administration puisse décider la mise en œuvre de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding dès la réalisation des seules Conditions Préalables susvisées.

Accomplissement des Conditions Préalables

Le 29 mai 2017, la Commission européenne a autorisé l'opération de concentration entre EDF et New NP, levant ainsi la seconde Condition Préalable.

Le 28 juin 2017, le Collège de l'ASN a rendu un projet d'avis 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, indiquant que « *les caractéristiques mécaniques du fond et du couvercle de la cuve sont suffisantes au regard des sollicitations auxquelles ces pièces sont soumises, y compris en cas d'accident* ».

Le 12 juillet 2017, compte tenu notamment du projet d'avis susvisé de l'ASN, EDF a notifié à AREVA sa décision de lever la condition 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, levant ainsi la première Condition Préalable.

Mise en œuvre et réalisation des augmentations de capital d'AREVA et de New AREVA Holding

Les Conditions Préalables ayant été accomplies, le conseil d'administration d'AREVA a décidé, le 12 juillet 2017, la mise en œuvre de l'Augmentation de Capital d'AREVA et a constaté le même jour sa réalisation définitive par compensation avec la créance détenue par l'Etat à l'encontre d'AREVA à la suite de l'avance en compte-courant consentie par l'Etat dans le cadre de la décision d'autorisation d'aide au sauvetage de la Commission européenne en date du 10 janvier 2017 décrite ci-dessus.

Le même jour, le conseil d'administration de New AREVA Holding a décidé la mise en œuvre de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding dont la réalisation effective est intervenue le 26 juillet 2017, concomitamment à la mise en fiducie des fonds correspondant aux souscriptions de JNFL et MHI à la Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding,

dont la réalisation effective, comme évoqué ci-avant, devrait intervenir après la réalisation de la cession de New NP à EDF.

A l'issue de la réalisation de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding, la Société ne détient plus qu'une participation minoritaire dans New AREVA Holding de 44,44% du capital social de cette dernière, ce qui entraîne donc la perte de contrôle d'AREVA sur New AREVA Holding.

A titre informatif, la répartition du capital de New AREVA Holding après la réalisation des augmentations de capital de New AREVA Holding est reproduite ci-dessous :

Composition de l'actionnariat de New AREVA Holding après la réalisation de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Etat français	132.076.391	55,56%
AREVA	105.661.109	44,44%
TOTAL	237.737.500	100%

Composition de l'actionnariat de New AREVA Holding après la réalisation de la Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Etat français ⁵	132.076.391	50,00%
AREVA	105.661.109	40,00%
MHI	13.207.639	5,00%
JNFL	13.207.639	5,00%
TOTAL	264.152.778	100%

2.2 Motifs de l'Offre

Le dépôt du projet d'Offre résulte de la mise en œuvre du Projet de Restructuration tel que ci-avant détaillé. En effet, compte tenu notamment du projet de cession du contrôle exclusif de New NP à EDF et de la perte de contrôle par la Société de New AREVA Holding induite par la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding, la mise en œuvre du Projet de Restructuration entraînera la perte de contrôle par AREVA du principal de ses actifs.

⁵ Directement et indirectement par l'intermédiaire du CEA (voir Section 1.4 de la Note d'Information et Section 6 de la présente note en réponse).

Dès lors, conformément aux dispositions de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, l'Etat, en qualité d'actionnaire de contrôle de la Société, a déposé le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») se sont réunis le 12 juillet 2017 sous la présidence de Monsieur Philippe Varin, Président du Conseil d'Administration, afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les treize membres du Conseil d'Administration en fonction étaient présents ou représentés lors de cette réunion.

Il est précisé que trois membres du Conseil d'Administration, à savoir Monsieur Bruno Vincent, représentant de l'Etat nommé par arrêté, Madame Florence Touitou-Durand et Monsieur Daniel Verwaerde, ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre et n'ont pas pris part aux débats et au vote sur l'avis motivé du Conseil d'Administration.

Les travaux de l'expert indépendant désigné par la Société en application des articles 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, ont été menés sous la supervision du Comité Ad hoc composé de Monsieur Claude Imauven (président), Madame Marie-Hélène Sartorius et Madame Pascale Sourisse, tous trois administrateurs indépendants, étant précisé que le quatrième membre du Comité Ad hoc, Monsieur Daniel Verwaerde, faisant état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre n'a pas participé aux travaux du Comité Ad hoc relatifs à l'Offre. Dans ce cadre, le Comité Ad hoc a émis un avis favorable sur l'Offre, qu'il a considérée conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

L'avis motivé a été adopté à la majorité des membres du Conseil d'Administration présents ou représentés lors de sa réunion du 12 juillet 2017, étant précisé qu'outre les trois administrateurs susvisés n'ayant pas pris part aux débats et au vote, un autre administrateur s'est par ailleurs abstenu.

L'avis motivé est reproduit dans son intégralité ci-dessous :

*« Le Conseil d'Administration d'AREVA s'est réuni le 12 juillet 2017 sous la présidence de Monsieur Philippe Varin afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre** ») suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire devant être déposé par l'Etat français (l'« **Initiateur** »), en application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») sur les actions d'AREVA qu'il ne détient pas directement et indirectement par l'intermédiaire du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives, au prix de 4,50 euros par action.*

Monsieur Bruno Vincent, Madame Florence Touitou-Durand et Monsieur Daniel Verwaerde ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre et n'ont pas pris part aux débats et au vote sur l'avis motivé du Conseil d'Administration.

Le Conseil d'Administration a notamment pris connaissance :

- *du projet de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier les activités et la stratégie d'AREVA ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par ODDO BHF SCA, établissement présentateur de l'Offre ;*
- *des projets de note en réponse et de document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » d'AREVA ; et*
- *du rapport établi par le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Olivier Courau, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement Général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, reproduit in extenso dans le projet de note en réponse d'AREVA.*

Le Conseil d'Administration a notamment constaté que :

- *l'Offre s'inscrit dans une démarche de retrait de la cotation d'AREVA, la cotation n'étant plus considérée comme pertinente dans la mesure où la Société a vocation à ne conserver qu'un nombre très limité d'actifs ;*
- *à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de poursuivre la mise en œuvre et la finalisation du projet de restructuration du groupe AREVA, conçu et entamé par AREVA en 2015 afin de restaurer sa compétitivité et d'assainir sa situation financière et, par conséquent, l'Offre ne devrait avoir aucune incidence sur la stratégie et la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;*
- *la mise en œuvre de l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas le versement de dividendes à la suite de l'Offre ;*
- *l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable (hors l'économie des coûts de cotation qui serait liée à la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire) ;*
- *dans un contexte de liquidité limitée de l'action AREVA, l'Initiateur offre aux actionnaires d'AREVA une liquidité immédiate pour la totalité de leurs actions au prix de 4,50 euros par action faisant apparaître une prime très significative par rapport à la valorisation intrinsèque de la Société issue de la méthode de la somme des parties, cette dernière ressortant à 0,08 euro par action ;*
- *dans la mesure où les actionnaires minoritaires ne devraient pas représenter plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre compte tenu des engagements d'apport dont bénéficie l'Initiateur, ce dernier a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et celles auto-détenues par la Société) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 4,50 euros par action, nette de tous frais.*

Le Conseil d'Administration a également pris acte que, dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 4,50 euros par action que l'Etat français envisage de proposer dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société AREVA y compris dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, sur recommandation du Comité Ad hoc, étant rappelé que Monsieur Bruno Vincent, Madame Florence Touitou-Durand et Monsieur Daniel Verwaerde ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre et n'ont pas pris part aux débats et au vote sur l'avis motivé du Conseil d'Administration :

- *décide d'émettre un avis favorable sur l'Offre, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre leur apporte, et d'un prix équitable, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire. »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Monsieur Philippe Knoche a déclaré avoir l'intention d'apporter à l'Offre les 100 actions de la Société qu'il détient.

Il est précisé qu'à la connaissance de la Société, les autres membres du Conseil d'Administration présents et représentés lors de la séance du 12 juillet 2017, à l'occasion de laquelle l'avis motivé du Conseil d'Administration a été rendu (voir Section 3 ci-dessus), ne détiennent aucune action de la Société à la date de la présente note en réponse (à l'exception de l'Etat, représenté par Monsieur Bruno Vincent, dont les actions ne sont pas visées par l'Offre).

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Le Conseil d'Administration de la Société, lors de sa séance du 12 juillet 2017, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 963.474 actions AREVA auto-détenues par la Société.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Engagements d'apport

Comme indiqué par l'Initiateur dans la Note d'Information, quatre des principaux actionnaires de la Société se sont engagés, aux termes d'engagements d'apport conclus au cours du premier semestre 2017, à apporter à l'Offre, le premier jour de l'Offre, l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent à savoir (les « **Engagements d'Apport** ») :

- le 11 avril 2017, Total s'est engagée à apporter les 3.640.200 actions qu'elle détient dans la Société ;
- le 13 avril 2017, KIA s'est engagée à apporter les 18.461.538 actions qu'elle détient dans la Société ;
- le 19 avril 2017, Bpifrance Participations s'est engagée à apporter les 12.712.910 actions qu'elle détient dans la Société ; et
- le 24 avril 2017, EDF s'est engagée à apporter les 8.571.120 actions qu'elle détient dans la Société.

Ces Engagements d'Apport, qui portent sur un total de 43.385.768 actions de la Société représentant, à la date de la présente note en réponse, 5,24% du capital et 6,20% des droits de vote de la Société, devraient permettre à l'Initiateur de détenir au moins 97,46% du capital et 97,85% des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

Convention d'avance de trésorerie au bénéfice du CEA

Afin de permettre au CEA de poursuivre son programme d'assainissement-démantèlement, l'Etat a, conformément à une convention-cadre en date du 19 octobre 2010 (telle que modifiée le 10 janvier 2012), consenti au CEA, au titre d'une convention en date du 13 juillet 2016 (modifiée par un avenant en date du 7 juillet 2017), une avance de trésorerie d'un montant de 376 millions d'euros remboursables en actions AREVA (i) au prix de l'Offre, dans les 6 semaines suivant le jour où la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre sera devenue définitive ou (ii) à défaut d'offre publique, au plus tard le 1^{er} décembre 2017, sur la base d'un prix moyen pondéré par les volumes.

Echanges d'actions entre l'Etat et le CEA

L'Initiateur a indiqué que, suite au dépôt du projet d'Offre, il a conclu le 20 juillet 2017 un protocole avec le CEA aux termes duquel le CEA échangera les actions de la Société qu'il détient contre des actions New AREVA Holding détenues par l'Etat à la suite de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding.

Cet échange sera réalisé sur la base des valorisations après réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA et de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding selon la méthode de l'actif net réévalué figurant dans le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Finexsi représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Olivier Courau, désigné par la Société afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, soit 2,17 euros par action AREVA détenue par le CEA (0,22 euro par action avant réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA et de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding)⁶ et 21,15 euros par action New AREVA Holding (23,93 euros par action avant réalisation de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding)⁷ détenue par l'Etat. Pour une

⁶ Correspondant à une valeur des capitaux propres d'AREVA de 1.790 M€ (83 M€ avant réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA et de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding).

⁷ Correspondant à une valeur des capitaux propres de New AREVA Holding de 5.029 M€ (2.528 M€ avant réalisation de la Première Augmentation de Capital de New AREVA Holding).

action AREVA, le CEA recevra ainsi 0,10236310 action New AREVA Holding. Suite au remboursement en actions AREVA de l'avance de trésorerie dont a bénéficié le CEA dans le cadre de la convention conclue avec l'Etat le 13 juillet 2016 (modifiée par un avenant en date du 7 juillet 2017), le CEA détiendra 12.774.283 actions New AREVA Holding suite à cet échange, soit 5,4% du capital de New AREVA Holding et 4,8% à l'issue de la Seconde Augmentation de Capital de New AREVA Holding.

L'Expert Indépendant a ainsi conclu dans son rapport : « *Sur le plan financier, nous n'avons pas identifié dans le projet de Protocole d'Investissement examiné d'élément susceptible de remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires* ».

Cet échange ne devrait être réalisé qu'à l'issue de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

A l'exception des accords visés dans la Section 6 de la présente note en réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue à la date de la présente note en réponse.

7. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

A la date de la présente note en réponse, compte tenu de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA le 12 juillet 2017, le capital social de la Société s'élève à 206.912.324 euros, et est divisé en 827.649.296 actions, d'une valeur nominale de 0,25 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, à la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾⁽²⁾	% des droits de vote théoriques ⁽¹⁾⁽²⁾
Etat français	554.931.780	67,05%	663.419.116	56,33%
CEA	208.349.383	25,17%	416.698.766	35,38%
Total Etat français	763.281.163	92,22%	1.080.117.882	91,70%
Kuwait Investment Authority (KIA)	18.461.538	2,23%	36.923.076	3,13%
Bpifrance Participations SA	12.712.910	1,54%	12.712.910	1,08%
EDF	8.571.120	1,04%	17.142.240	1,46%
Groupe Total	3.640.200	0,44%	6.206.360	0,53%

Salariés AREVA	4.520.517	0,55%	8.240.554	0,70%
Public	15.498.374	1,87%	15.527.976	1,32%
Actions auto-détenues⁽³⁾	963.474	0,12%	963.474	0,08%
Total	827.649.296	100%	1.177.834.472	100%

⁽¹⁾ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées)

⁽²⁾ Depuis le 3 avril 2016, un droit de vote double est attaché à toutes les actions nominatives entièrement libérées, inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins depuis le 3 avril 2014.

⁽³⁾ Le contrat de liquidité conclu avec Natixis a été résilié par la Société le 12 juillet 2017. Les 222.984 actions qui étaient détenues dans le cadre de ce contrat à la date du 12 juillet 2017 ont ainsi été transférées au compte d'auto-détention de la Société.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

Aucune clause statutaire n'a pour effet de restreindre l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions de la Société.

L'article 12.2 des statuts de la Société (les « Statuts ») impose cependant une obligation de déclaration de franchissement de seuils, en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir directement ou indirectement une fraction, du capital et/ou des droits de vote de la Société, égale ou supérieure à 0,5 % ou tout multiple de cette fraction est tenue dans les délais de cinq jours de bourse à compter du franchissement du seuil, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social, le nombre d'actions et/ou de droits de vote détenus, ainsi que des valeurs mobilières donnant accès au capital et aux droits de vote qui y sont potentiellement attachés. Cette même obligation d'information s'applique selon les mêmes délais, en cas de franchissement à la baisse du seuil de 0,5 % ou d'un multiple de celui-ci.

L'intermédiaire inscrit comme détenteur d'actions conformément aux dispositions du Code de commerce est tenu, sans préjudice des obligations des propriétaires des actions, d'effectuer les déclarations prévues au présent article, pour l'ensemble des actions au titre desquelles il est inscrit en compte.

A défaut d'avoir été régulièrement déclarées dans les conditions prévues ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions fixées par le Code de commerce en matière de franchissements de seuils légaux.

7.3 Conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Néant à la connaissance de la Société, à l'exception des accords décrits en Sections 6 et 7.7 de la présente note en réponse.

7.4 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2017

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué dans le tableau figurant à la Section 7.1 ci-avant.

Depuis le 1^{er} janvier 2017, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivants :

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré
FCPE « AREVA Actions Salariés »	1 ^{er} avril 2017	4.397.668	1,097%	1,088%	1% Franchissement à la hausse
Etat français	12 juillet 2017	554.931.780	67,05%	56,31%	30%, 1/3, 50%, 2/3 (et seuils statutaires multiples de 0,5% correspondants) Franchissement à la hausse
CEA	12 juillet 2017	208.349.383	25,17%	35,37%	50%, 1/3, 30% (et seuils statutaires multiples de 0,5% correspondants) Franchissement à la baisse
Total Etat français	12 juillet 2017	763.281.163	92,22%	91,69%	90% (et seuils statutaires multiples de 0,5% correspondants) Franchissement à la hausse
Bpifrance Participations SA	12 juillet 2017	12.712.910	1,53%	1,07%	3%, 2,5%, 2%, 1,5% Franchissement à la baisse
FCPE « AREVA Actions Salariés »	12 juillet 2017	4.366.094	0,52%	0,68%	1% Franchissement à la baisse

La Société n'a pas connaissance d'opération la concernant ayant fait l'objet d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2017.

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Sous réserve des droits de vote double attachés à toutes les actions nominatives entièrement libérées, inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins depuis le 3 avril 2014, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la connaissance de la Société, le FCPE Actions Salariés de la Société détient environ 0,52% du capital social et 0,68% des droits de vote de la Société. Il est géré par la société Amundi.

Le FCPE Actions Salariés de la Société est géré par un Conseil de surveillance, qui est désigné paritairement et qui, lors de sa réunion du 20 juillet 2017, a décidé que les actions de la Société détenues par le FCPE ne seront pas apportées à l'Offre.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Pacte d'actionnaires entre l'Etat, le CEA et KIA

L'Etat, le CEA et KIA ont conclu un pacte d'actionnaires d'une durée de 10 ans à compter du 28 décembre 2010 dont les principales dispositions en cours sont les suivantes : (i) un droit de préemption de l'Etat en cas de cession par KIA de tout ou partie de sa participation, à l'exception des cessions d'actions réalisées sur le marché, (ii) un droit anti dilutif au bénéfice de KIA en cas d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (à l'exception des augmentations de capital réservées aux salariés d'AREVA), et (iii) un droit de sortie totale de KIA en cas de changement de contrôle d'AREVA, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce. L'Etat bénéficie d'une option d'achat en cas de violation par KIA de son engagement au titre du droit de préemption. En cas d'exercice de cette option d'achat, son prix serait calculé en fonction du cours moyen pondéré des actions AREVA à la clôture de bourse pendant les 90 jours de bourse précédant la date d'exercice de l'option.

Dans le cadre de l'assemblée générale de la Société du 3 février 2017 ayant autorisé l'Augmentation de Capital d'AREVA, KIA n'a pas exercé son droit anti dilutif.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration et à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration

En vertu de l'article 15 des Statuts, tel que modifié à la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA le 12 juillet 2017, la Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus y compris, un représentant de l'Etat et, le cas échéant, des administrateurs proposés par l'Etat nommés en application de l'Ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014. Le Conseil d'Administration comprend trois

administrateurs, personnes physiques, élus par le personnel qui ne sont pas pris en compte pour la détermination du nombre minimal et maximal d'administrateurs.

Le premier membre du Conseil d'Administration représentant le personnel est élu par le collège des ingénieurs, cadres et assimilés, les deux autres sont élus par le collège des autres salariés. Les modalités de scrutin sont celles prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur ou, à défaut, celles arrêtées par la Direction Générale après concertation avec les organisations syndicales représentatives au niveau du groupe AREVA. En particulier, l'élection a lieu (i) au scrutin majoritaire à deux tours dans le collège des ingénieurs, cadres et assimilés et (ii) au scrutin de liste à la représentation proportionnelle au plus fort reste et sans panachage dans le collège des autres salariés.

Les membres du Conseil d'Administration autres que ceux représentant le personnel ou le représentant de l'Etat, sont nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

La durée des fonctions des membres du Conseil d'Administration est de quatre ans.

Les fonctions d'un membre du Conseil d'Administration non élu par le personnel prennent fin à l'issue de l'Assemblée Générale Ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit membre.

Les fonctions d'un membre du Conseil d'Administration élu par le personnel prennent fin (i) soit à l'expiration de son mandat de quatre ans qui doit intervenir au plus tard lors de la proclamation des résultats de l'élection que la Société est tenue d'organiser, (ii) soit en cas de cessation du contrat de travail, (iii) soit encore à la date de sa révocation dans les conditions prévues par les statuts et les dispositions législatives et réglementaires en vigueur à la date de la révocation, étant précisé que, conformément à l'article L. 225-28 du Code de commerce, les membres du Conseil d'Administration élus par le personnel doivent être titulaires d'un contrat de travail avec la Société ou l'une de ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français, antérieur de deux années au moins à leur nomination et correspondant à un emploi effectif.

Conformément au décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, le représentant de l'Etat au Conseil d'Administration est nommé pour une durée égale à celle du mandat des membres du Conseil d'Administration. Il cesse ses fonctions par démission ou s'il perd la qualité en vertu de laquelle il a été nommé. Il peut être remplacé à tout moment pour la durée du mandat restant à courir.

Les membres du Conseil d'Administration nommés par l'Assemblée Générale peuvent être révoqués à tout moment par celle-ci.

Tout mandat de membre du Conseil d'Administration peut être renouvelable.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs siège(s) de membre(s) du Conseil d'Administration nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire, le Conseil d'Administration peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Le membre du Conseil d'Administration ainsi nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

En cas de vacance d'un membre du Conseil d'Administration élu par le collège des ingénieurs, cadres et assimilés, son remplaçant entre immédiatement en fonction, pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

En cas de vacance d'un membre du Conseil d'Administration élu par le collège des autres salariés, le candidat qui figure sur la même liste, tout de suite après le dernier candidat élu, entre immédiatement en fonction pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

En cas de vacance pour quelque raison que ce soit d'un ou plusieurs siège(s) de membre(s) du Conseil d'Administration élu(s) par le personnel ne pouvant donner lieu au remplacement prévu à l'article L. 225-34 du Code de commerce, le Conseil d'Administration régulièrement composé des membres restants pourra valablement se réunir et délibérer avant l'élection du ou des nouveaux membres du Conseil d'Administration représentant le personnel.

Dans toutes les hypothèses où le maintien du nombre de membres du Conseil d'Administration élus par le personnel, nécessiterait de nouvelles élections, à l'exception de celle où la vacance interviendrait dans les six mois précédant le terme normal du mandat du ou des membres représentants du personnel à remplacer, ces élections seront organisées dans les meilleurs délais. Les nouveaux membres ainsi élus à titre provisoire entreront en fonction dès la proclamation des résultats définitifs.

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Par dérogation à la compétence exclusive de l'Assemblée Générale Extraordinaire pour toutes modifications des statuts, l'article 37 des Statuts prévoit que les modifications des clauses relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement au résultat d'une augmentation, d'une réduction ou d'un amortissement du capital dûment autorisé, peuvent être apportées par le Conseil d'Administration.

Par ailleurs, en application de l'article 4 des Statuts, le siège social peut être transféré en tout autre endroit dans le même département ou dans un département limitrophe, par simple décision du Conseil d'Administration, sous réserve de ratification par la prochaine Assemblée Générale Ordinaire.

7.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'Administration dispose à la date de la présente note en réponse des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'Assemblée Générale des actionnaires de la Société.

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Echéance/durée	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations	Montant maximal autorisé
18 mai 2017 (19 ^e résolution)	Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions de la société	18 mois à compter de l'Assemblée Générale	Utilisation dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Natixis en 2013, qui a été résilié par la Société le 12 juillet 2017	Nombre maximal d'actions pouvant être acquises : 10% du capital social Montant maximal consacré au rachat d'actions : 383.204.850 euros (hors frais)

Il est précisé que le tableau ci-dessus ne fait pas état de la délégation de pouvoirs qui a été consentie au Conseil d'Administration aux termes de la 4^{ème} résolution adoptée par l'Assemblée Générale Mixte du 3 février 2017, à l'effet notamment de mettre en œuvre et de réaliser l'Augmentation de Capital d'AREVA dans les conditions fixées par l'Assemblée Générale (voir Section 2.1 ci-dessus), laquelle a été utilisée par le Conseil d'Administration lors de sa séance du 12 juillet 2017 aux fins de réalisation de l'Augmentation de Capital d'AREVA.

7.10 Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société et dans la mesure où l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GENERAL DE L'AMF

En application des articles 261-1 I 1^o et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration a, lors de sa séance du 27 octobre 2016, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire. Le rapport susvisé est reproduit ci-après :



FINEXSI



AREVA

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique de Retrait suivie d'un
Retrait Obligatoire initiée par l'Etat
français

12 Juillet 2017



Sommaire

1. Présentation de l'Opération	5
1.1. Contexte de l'Opération.....	5
1.2. Réalisation des augmentations de capital et mise en œuvre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un éventuel Retrait Obligatoire (OPR-RO).....	11
1.2.1. Augmentation de capital d'AREVA SA.....	11
1.2.2. Augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING.....	12
1.3. Missions du cabinet FINEXSI.....	13
1.4. Diligences effectuées dans le cadre de l'OPR-RO	14
2. Présentation du groupe AREVA	16
2.1. Présentation de la Société et du groupe AREVA.....	16
2.1.1. Actionnariat d'AREVA SA.....	16
2.1.2. Historique du Groupe	18
2.1.3. Présentation des activités du groupe AREVA.....	18
2.1.4. Organigramme juridique et opérationnel du groupe AREVA.....	22
2.2. Présentation financière des activités	23
2.2.1. Performance des activités du Groupe.....	23
2.2.2. Performance financière consolidée du Groupe.....	25
2.3. Situation financière du Groupe et approche des risques	26
2.3.1. Situation au 31 décembre 2016	26
2.3.2. Situation au 30 juin 2017	27
2.3.3. Evolution du cours de la dette obligataire d'AREVA.....	27
2.3.4. Evolution de la notation de la dette d'AREVA.....	28
2.3.5. Situation de liquidité et continuité d'exploitation d'AREVA	29
2.4. Rappel sur le secteur de l'énergie nucléaire.....	30
2.4.1. L'énergie nucléaire	30
2.4.2. Les tendances du secteur	31
2.4.3. Rappel sur la réglementation en matière nucléaire	34
3. Méthodes d'évaluation des actions de la société AREVA SA	35
3.1. Méthodes d'évaluation écartées	35
3.1.1. L'actif net comptable consolidé	35
3.1.2. Actualisation des flux futurs de trésorerie	35
3.1.3. Méthode des comparables boursiers et de transactions	35



3.1.4.	La valeur de rendement.....	36
3.1.5.	Valeur liquidative	36
3.2.	Méthodes d'évaluation retenues.....	36
3.2.1.	La référence au cours de bourse d'AREVA	36
3.2.2.	L'actif net réévalué d'AREVA SA (ANR)	37
3.2.3.	Objectifs de cours des analystes (à titre informatif)	38
3.2.4.	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre informatif).....	38
4.	Valorisation de la société AREVA par référence au cours de bourse	38
5.	Valorisation de la société AREVA SA par la méthode de l'actif net réévalué	43
5.1.	NEW AREVA HOLDING	43
5.1.1.	Présentation des activités de NEW AREVA HOLDING	43
5.1.2.	Areva Mines.....	45
5.1.3.	Areva NC	56
5.1.4.	Evaluation des coûts centraux (« Corporate »).....	76
5.1.5.	Evaluation de l'ajustement au titre de la fiscalité	77
5.1.6.	Autres éléments permettant le passage à la valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING	79
5.1.7.	Valeur d'entreprise de NEW AREVA HOLDING.....	79
5.1.8.	Valeur des fonds propres de NEW AREVA HOLDING.....	79
5.1.9.	Entrée d'investisseurs stratégiques au capital de NEW AREVA HOLDING	80
5.2.	AREVA NP.....	81
5.2.1.	Présentation de la société AREVA NP.....	81
5.2.2.	Cession en cours à EDF.....	82
5.2.3.	Evaluation d'AREVA NP	83
5.3.	LEGACY CO	84
5.3.1.	Présentation de LEGACY CO	84
5.3.2.	OL3 – Présentation du contrat et des procédures	85
5.3.3.	Activités cédées, arrêtées ou abandonnées	87
5.3.4.	Evaluation de LEGACY CO.....	87
5.4.	Passage à la valeur des fonds propres d'AREVA SA.....	88
5.5.	Nombre de titres de référence retenu.....	88
5.6.	Synthèse de l'actif net réévalué d'AREVA SA	88
5.7.	Impact des augmentations de capital sur la valeur intrinsèque de l'action AREVA SA.....	89
5.8.	Analyses de sensibilité et aléas.....	90
5.8.1.	Sensibilité au CMPC et au taux de croissance à l'infini.....	90



5.8.2.	Aléas liés aux facteurs macro-économiques.....	91
5.8.3.	Aléas liés aux risques spécifiques	92
6.	Objectifs de cours des analystes (à titre informatif).....	93
7.	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre informatif).....	94
8.	Accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	94
8.1.	Engagements d'apport	94
8.2.	Convention d'avance de trésorerie au bénéfice du CEA	95
8.3.	Evolution de l'actionnariat de la Société	95
9.	Appréciation du prix établi par l'établissement présentateur	96
9.1.	Choix des critères d'évaluation.....	97
9.2.	Mise en œuvre des différents critères	97
9.2.1.	Données financières.....	97
9.2.2.	Analyse du cours de bourse de la Société.....	97
9.2.3.	Actif net réévalué.....	98
9.2.4.	Objectifs de cours des analystes.....	98
9.2.5.	Transaction récente sur le capital de la Société	98
10.	Evolution de la valeur d'AREVA SA depuis notre attestation d'équité du 12 janvier 2017 sur l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français	99
11.	Synthèse de la valorisation de la société AREVA SA.....	99
12.	Appréciation du caractère équitable du prix d'Offre Publique de Retrait et de Retrait Obligatoire	100
	Annexe 1.....	102
	Annexe 2.....	107



Remarque liminaire sur le lien entre l'augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français et la présente Offre Publique de Retrait : Dans le cadre de l'ensemble des opérations de restructuration de la société AREVA, nous avons établi un rapport d'expertise indépendante en date du 12 janvier 2017 sur l'appréciation du prix de souscription de l'augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français, dont la réalisation est intervenue le 12 juillet 2017. Le présent rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre Publique de Retrait (ci-après « l'OPR » ou « l'Offre ») suivie d'un éventuel Retrait Obligatoire (ci-après « l'OPR-RO » ou l'« Opération ») consécutive à la perte de contrôle de NEW AREVA HOLDING, reprend pour partie, en les actualisant, des éléments de présentation déjà mentionnés dans notre rapport de janvier 2017.

1. Présentation de l'Opération

1.1. Contexte de l'Opération

Il ressort du Document de référence 2016 de la société AREVA SA (ci-après « AREVA SA », « AREVA » ou « la Société »), les informations suivantes sur le contexte de l'Opération.

Il est précisé que la société NEW AREVA HOLDING est également désignée ci-après par NEWCo¹.

« Pour restaurer sa compétitivité et 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 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.*

À l'issue de la mise en œuvre du Projet de Restructuration, et sous réserve de sa réalisation, AREVA aura pour principale mission d'achever le projet de réacteur EPR Olkiluoto 3 (« OL3 ») en Finlande, avec les ressources nécessaires, dans le respect de ses obligations contractuelles. AREVA aura aussi pour but de clôturer les projets renouvelables résiduels et conservera la responsabilité attachée aux contrats composants qui sont échus ainsi qu'aux éventuels contrats non échus pour lesquels des anomalies graves seraient identifiées et non résolues d'ici à la finalisation de la cession de New NP. Enfin, AREVA assumera le remboursement des échéances de dettes bancaires (lignes bilatérales et RCF) en 2017 et 2018.

¹ NEWCO regroupe l'ensemble des activités d'AREVA relatives au cycle du combustible nucléaire, dont la société de tête est NEW AREVA HOLDING.



FILIALISATION DES ACTIVITÉS DU CYCLE 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'État – les activités du cycle du combustible nucléaire (comprenant les activités Mines, Amont et Aval).

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 45 millions d'euros. [...].

AUGMENTATIONS DE CAPITAL D'AREVA SA ET DE NEWCO POUR UN MONTANT GLOBAL DE 5 MILLIARDS D'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'État, 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 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'État français aux augmentations de capital d'AREVA et 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. À 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'État 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'État susvisées, seront remboursées par conversion de la créance de l'État en capital dans le cadre de ces augmentations de capital, sous réserve de la levée des deux conditions préalables décrites ci-dessus.

[En pratique, AREVA SA a procédé au premier tirage de l'avance en compte courant d'un montant de 1,1 Mds€ le 16 mars 2017 puis au second tirage d'un montant de 900 M€ le 29 juin 2017].

Augmentation de capital d'AREVA SA

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'État français.



Le Conseil d'Administration d'AREVA, réuni le 15 décembre 2016, a approuvé le principe de l'Augmentation de Capital Réservee et a convoqué une Assemblée générale le 3 février 2017 en vue d'autoriser l'Augmentation de Capital Réservee. Le Conseil d'Administration d'AREVA s'est à nouveau réuni afin de fixer les principaux termes et conditions, en ce compris le prix de souscription, de l'Augmentation de Capital Réservee.

Le projet d'Augmentation de Capital Réservee a été approuvé par l'Assemblée générale mixte des actionnaires qui s'est tenue 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'État.

Le montant total de l'Augmentation de Capital Réservee, prime d'émission incluse, s'élèvera à 2 milliards d'euros, correspondant au produit des 444 444 444 actions nouvelles émises multiplié par le prix de souscription d'une action nouvelle, soit 4,50 euros.

L'Augmentation de Capital Réservee 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.

[...].

L'État français a confirmé ses engagements à participer à l'Augmentation de Capital Réservee à hauteur de 2 milliards d'euros.

[Le Conseil d'administration d'AREVA du 12 juillet 2017 a décidé la mise en œuvre de cette augmentation de capital et a constaté le même jour sa réalisation (par compensation avec la créance détenue par l'Etat français au titre de l'avance en compte-courant– cf. § 1.2.1].

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'État français et par des investisseurs stratégiques.

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. L'État français a confirmé ses engagements à participer à l'Augmentation de Capital à hauteur de 2,5 milliards d'euros maximum aux côtés d'investisseurs stratégiques.

Le projet d'augmentation de capital de NewCo a été soumis à l'autorisation de l'Assemblée générale des actionnaires de NewCo le 3 février 2017. La réalisation de cette augmentation de capital est soumise à la levée des conditions desquelles est assortie l'autorisation de la Commission européenne du 10 janvier 2017 (cf. le paragraphe Accords de la Commission européenne sur le Projet de Restructuration ci-dessus).

À 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 la perte de contrôle d'AREVA sur NewCo.

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

Les groupes industriels Mitsubishi Heavy Industries (MHI) et Japan Nuclear Fuel Limited (JNFL) ont fait part de leur intérêt de participer à l'augmentation de capital de NewCo, 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'État français et de la société.

[En pratique, il est prévu que l'Etat français souscrive au capital de NEW AREVA HOLDING à hauteur d'environ 2,5 Mds€ et que les investisseurs stratégiques souscrivent à hauteur d'environ 500 M€, les deux augmentations de capital ayant vocation à être réalisées en deux temps – cf. § 1.2.2].

Offre publique de retrait des actions d'AREVA SA

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'État a annoncé 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 événement 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 projet d'offre publique de retrait reste soumis à la décision de conformité de l'AMF.

CESSIONS D'ACTIFS

Maintien du contrat OL3 dans le périmètre des activités poursuivies

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 SA 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 au cours du 1er semestre 2016.

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.

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

Projet de cession des activités d'AREVA NP, hors le contrat d'EPR Olkiluoto 3 en Finlande («OL3»)

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 d'ici fin 2017, sous condition, notamment, de l'obtention de conclusions favorables de l'ASN au sujet des résultats sur 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 concentrations² 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. À l'issue de la restructuration, AREVA et NewCo ne détiendraient plus de participation dans New NP.

Cession de Canberra

AREVA et le groupe Mirion Technologies ont annoncé le 1er juillet [2016] la réalisation de la cession de Canberra, la filiale du groupe spécialisée dans les mesures nucléaires.

Cession d'Adwen

Le 14 septembre [2016], au terme d'un processus concurrentiel de 3 mois destiné à solliciter puis évaluer les offres d'investisseurs, AREVA a exercé l'option de cession à Gamesa de sa participation dans Adwen, la joint-venture entre les deux groupes spécialisés dans l'éolien offshore. La cession a été réalisée le 5 janvier 2017.

Cession d'ELTA

Le 30 novembre [2016], AREVA TA et AREVA SA ont cédé à ECA Group la totalité de leurs participations respectives du capital de la société ELTA, une filiale du groupe spécialisée dans le développement, la commercialisation et le maintien en conditions opérationnelles d'équipements et systèmes électroniques pour l'industrie aéronautique et spatiale.

² Par décision du 29 mai 2017, la Commission Européenne (CE) a autorisé le rachat par EDF de NEW NP, et a conclu que « l'opération ne soulèverait pas de problèmes de concurrence » (cf. Communiqué de presse de la CE du 29/05/2017).



Projet de cession d'AREVA TA

AREVA a signé le 15 décembre [2016] le contrat de cession de la totalité de ses titres détenus dans sa filiale AREVA TA à un consortium d'acquéreurs composé de l'Agence de Participations de l'État, du Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives et de DCNS. EDF, déjà propriétaire de 9 % du capital, restera actionnaire. AREVA TA est 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 des réacteurs et installations nucléaires de recherche.

[La cession d'AREVA TA a été réalisée le 29 mars 2017]. »

1.2. Réalisation des augmentations de capital et mise en œuvre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un éventuel Retrait Obligatoire (OPR-RO)

1.2.1. Augmentation de capital d'AREVA SA

L'Assemblée générale des actionnaires d'AREVA SA du 3 février 2017 a autorisé une augmentation de capital réservée à l'Etat français (ou « l'Augmentation de capital réservée »), d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 2 Mds€, au prix d'émission de 4,5 € par action (soit l'émission de 444.444.444 actions ordinaires nouvelles de 0,25 € de valeur nominale, assortie d'une prime d'émission de 4,25 € par action), sous réserve de la levée des conditions préalables imposées par la Commission Européenne, et a délégué au Conseil d'administration tous pouvoirs à l'effet notamment, de mettre en œuvre et de réaliser l'Augmentation de capital réservée.

L'autorisation par la Commission Européenne de l'opération de concentration entre EDF et NEW NP a été obtenue le 29 mai 2017. Le 12 juillet 2017, EDF a notifié à AREVA sa décision de lever la condition suspensive du contrat de cession NEW NP 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, compte tenu notamment du projet d'avis du Collège de l'ASN rendu le 28 juin 2017 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, indiquant que « *les caractéristiques mécaniques du fond et du couvercle de la cuve sont suffisantes au regard des sollicitations auxquelles ces pièces sont soumises, y compris en cas d'accident* ».

Compte tenu de l'accomplissement de ces conditions préalables, le Conseil d'administration d'AREVA du 12 juillet 2017 a décidé la mise en œuvre de cette Augmentation de capital réservée, et a constaté le même jour sa réalisation (par compensation avec la créance détenue par l'Etat français au titre de l'avance en compte-courant décrite ci-avant).



1.2.2. *Augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING*

L'Assemblée générale de NEW AREVA HOLDING a autorisé le 3 février 2017 :

- une augmentation de capital réservée à l'État d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 2,5 Md€, sous réserve de l'accomplissement des conditions préalables imposées par la Commission Européenne, et de l'absence de survenance d'un événement significatif défavorable à la date d'augmentation de capital (la « Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING ») ; et
- une augmentation de capital réservée à des investisseurs stratégiques, JAPAN NUCLEAR FUEL LIMITED (« JNFL ») et MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES LTD (« MHI »), chacune d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 250 M€, sous réserve de l'accomplissement de conditions suspensives (dont la cession du contrôle majoritaire de NEW NP à EDF) convenues entre l'État, AREVA, MHI, JNFL et NEW AREVA HOLDING (la « Seconde Augmentation de Capital de NEW AREVA HOLDING ») ;

et délégué au Conseil d'administration tous pouvoirs à l'effet notamment de les mettre en œuvre et de les réaliser.

Le 13 mars 2017, JNFL, MHI, NEW AREVA HOLDING, l'Etat français, et AREVA ont conclu un protocole d'investissement, et un pacte d'actionnaires relatifs à l'entrée de JNFL et MHI au capital de NEW AREVA HOLDING, à hauteur, pour chacun, de 5% du capital de NEW AREVA HOLDING. A ce titre, il a notamment été convenu que les fonds correspondants au montant total de l'investissement de JNFL et MHI, seraient placés en fiducie à compter de la réalisation de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, et jusqu'à la réalisation de la Seconde Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, ayant vocation à intervenir après la réalisation de la cession du contrôle de NEW NP à EDF.

Le 11 juillet 2017, l'Assemblée générale de NEW AREVA HOLDING a autorisé le Conseil d'administration à décider la mise en œuvre de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING dès l'accomplissement des conditions préalables fixées dans la décision de la Commission Européenne, étant précisé que la réalisation de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING n'interviendrait que pour autant qu'il n'existe aucun événement significatif défavorable à sa date de réalisation.

Le 12 juillet 2017, le Conseil d'administration de NEW AREVA HOLDING a décidé la mise en œuvre de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, dont la réalisation devrait intervenir d'ici fin juillet 2017, concomitamment à la mise en fiducie des fonds correspondant aux souscriptions de JNFL et MHI à la Seconde Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING.

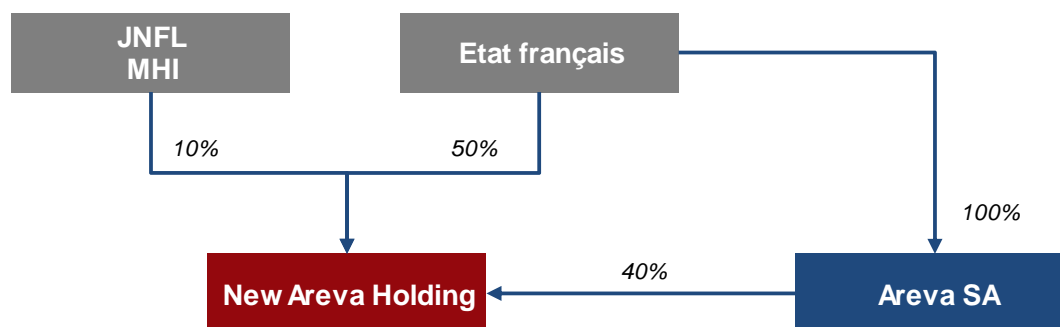
A l'issue de cette Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, AREVA perdra le contrôle de celle-ci, ce qui entraînera, conformément aux dispositions de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, le dépôt d'une Offre Publique de Retrait par l'Etat français sur les actions AREVA. L'Etat français avait annoncé, le 11 janvier 2017, son intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire, visant l'ensemble des actions AREVA non encore détenues par lui-même ou le CEA.


C'est dans ce contexte que l'Etat français offre irrévocablement aux actionnaires d'AREVA d'acquérir la totalité des actions AREVA non détenues directement ou indirectement par lui, au prix de 4,50 € par action.



L'Etat ayant obtenu de la part des principaux actionnaires minoritaires d'AREVA, - soit la BANQUE PUBLIQUE D'INVESTISSEMENT (BPI), KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY (KIA), EDF, et TOTAL - des engagements d'apport de leurs actions à l'Offre, les actionnaires minoritaires devraient détenir moins de 5% du capital et des droits de vote d'AREVA à l'issue de l'Offre, et la procédure de retrait obligatoire devrait donc être mise en œuvre, laquelle entraînerait la radiation de la cote des actions AREVA du marché réglementé d'Euronext Paris (cf. analyse des engagements d'apport au § 8.1. ci-après).

L'organigramme du Groupe, après réalisation des augmentations de capital, et en cas de succès de l'OPR-RO, serait alors le suivant :



 Périmètre "Legacy Co" (nom informel donnée à la structure Areva SA après la mise en oeuvre de la restructuration)

 Périmètre "Nouvel Areva"

Source: Finexsi, sur la base du Document de référence 2016

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

1.3. 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 le 27 octobre 2016, en qualité d'expert indépendant sur les opérations participant de la restructuration globale, afin d'apprécier dans le contexte :

- le caractère équitable du prix de souscription du projet d'Augmentation de capital d'AREVA réservée à l'Etat français, en application de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF ;
- le caractère équitable des conditions financières du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, initiée par l'Etat français, en application de l'article 261-1 I 1, et II du Règlement Général de l'AMF.

Le rapport du cabinet FINEXSI attestant l'équité du prix de souscription de l'Augmentation de capital d'AREVA réservée à l'Etat français, a été rendu public le 12 janvier 2017.



Le présent rapport vise notre mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

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.

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

1.4. Diligences effectuées dans le cadre de l'OPR-RO

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

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre, et en particulier, prendre connaissance du Projet de Restructuration du Groupe (prise de connaissance générale du groupe AREVA et de ses difficultés financières) ;
- Analyser les risques, et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la société AREVA SA ;
- Analyser l'activité du Groupe, son évolution, et ses perspectives de développement dans le contexte, avec le management, selon le processus de prévisions 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 SA ;



- Analyser les accords ou opérations connexes à l'Offre, et susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du prix de l'Offre ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre, ODDO BHF ;
- Utiliser nos travaux réalisés dans le cadre de notre mission d'expert indépendant sur l'appréciation du prix de l'Augmentation de capital réservée qui a fait l'objet d'un rapport de notre part en date du 12 janvier 2017 ;
- Préparer une attestation d'équité exposant nos travaux d'expert indépendant, l'évaluation des actions AREVA SA et notre opinion sur le caractère équitable du prix offert.

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.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre, que pour comprendre la situation financière actuelle, et les perspectives d'activité du Groupe.

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

Nous avons pris connaissance des travaux de l'établissement présentateur tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre, et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté avec leurs représentants.

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, via ses filiales et participations, 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..., étant précisé que le Groupe effectue un recentrage stratégique sur le cycle du combustible, et que les activités de conception et de fabrication de réacteurs nucléaires, qui seront logées au sein de NEW NP³, doivent faire l'objet d'une prise de participation majoritaire par EDF fin 2017.

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.

2.1.1. Actionnariat d'AREVA SA

Au 31 décembre 2016, le capital social d'AREVA SA 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.

Le 3 février 2017, l'Assemblée générale a approuvé une réduction de capital motivée par des pertes, à l'issue de laquelle le capital social d'AREVA a été ramené à 95.801.213 €, par réduction de la valeur nominale des actions d'un montant de 3,80 € à 0,25 €. Cette Assemblée générale a également autorisé une Augmentation de capital réservée à l'Etat français d'un montant d'environ 2 Mds€ (cf. ci-avant).

L'action AREVA est cotée sur Euronext Paris (Compartiment A) depuis le 30 mai 2011.

L'actionnariat de la société AREVA au 30 juin 2017, soit avant la réalisation de l'Augmentation de capital réservée mentionnée ci-dessus, et intervenue le 12 juillet 2017, se présente comme suit :

³ NEW NP regroupe plus précisément les activités de conception, et de fabrication d'assemblage de combustible, ainsi que la conception, la fourniture, la construction, l'entretien et la modernisation de chaudières nucléaires.



AREVA SA - Répartition du capital au 30/06/2017

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ^{(1) (2)}	% droits de vote théoriques ^{(1) (2)}
Commissariat à l'Energie Atomique (CEA)	208 349 383	54,37%	416 698 666	56,80%
Agence des Participations de l'Etat (APE)	110 487 336	28,83%	218 974 672	29,85%
Etat Français	318 836 719	83,20%	635 673 338	86,65%
Kuwait Investment Authority (KIA)	18 461 538	4,82%	36 923 076	5,03%
EDF	8 571 120	2,24%	17 142 240	2,34%
Groupe Total	3 640 200	0,95%	6 206 360	0,85%
Autres institutionnels	30 672 858	8,00%	60 271 676	8,22%
Public	15 480 747	4,04%	15 733 263	2,14%
Bpifrance	12 712 910	3,32%	12 712 910	1,73%
Salariés Areva	4 538 144	1,18%	8 258 683	1,13%
Autodétention	740 490	0,19%	740 490	0,10%
Contrat de liquidité	222 984	0,06%	222 984	0,03%
Total	383 204 852	100,00%	733 613 344	100,00%

⁽¹⁾ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions autodétenues et autocontrôlées)

⁽²⁾ Depuis le 3 avril 2016, un droit de vote double est attaché à toutes les actions nominatives entièrement libérées, inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins depuis le 3 avril 2014.

Source: Société

Postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de capital réservée intervenue le 12 juillet 2017, l'actionnariat de la société AREVA est le suivant :

AREVA SA - Répartition du capital au 12/07/2017, post augmentation de capital réservée

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ^{(1) (2)}	% droits de vote théoriques ^{(1) (2)}
Commissariat à l'Energie Atomique (CEA)	208 349 383	25,17%	416 698 666	35,37%
Agence des Participations de l'Etat (APE)	554 931 780	67,05%	663 419 116	56,31%
Etat Français	763 281 163	92,22%	1 080 117 782	91,69%
Kuwait Investment Authority (KIA)	18 461 538	2,23%	36 923 076	3,13%
EDF	8 571 120	1,04%	17 142 240	1,46%
Groupe Total	3 640 200	0,44%	6 206 360	0,53%
Autres institutionnels	30 672 858	3,71%	60 271 676	5,12%
Public	15 480 747	1,87%	15 733 263	1,34%
Bpifrance	12 712 910	1,54%	12 712 910	1,08%
Salariés Areva	4 538 144	0,55%	8 258 683	0,70%
Autodétention	740 490	0,09%	740 490	0,06%
Contrat de liquidité	222 984	0,03%	222 984	0,02%
Total	827 649 296	100,00%	1 178 057 788	100,00%

⁽¹⁾ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions autodétenues et autocontrôlées)

⁽²⁾ Depuis le 3 avril 2016, un droit de vote double est attaché à toutes les actions nominatives entièrement libérées, inscrites au nom d'un même titulaire depuis deux ans au moins depuis le 3 avril 2014.

Source: Note en réponse



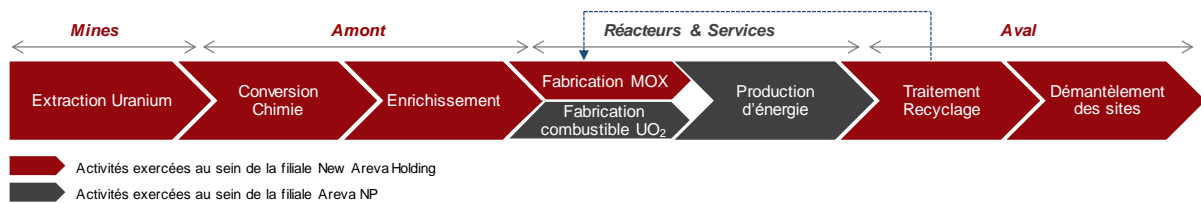
2.1.2. Historique du Groupe

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.

2.1.3. Présentation des activités du groupe AREVA

Les activités du Groupe dans le secteur de l'énergie nucléaire, s'articulent autour des domaines suivants :

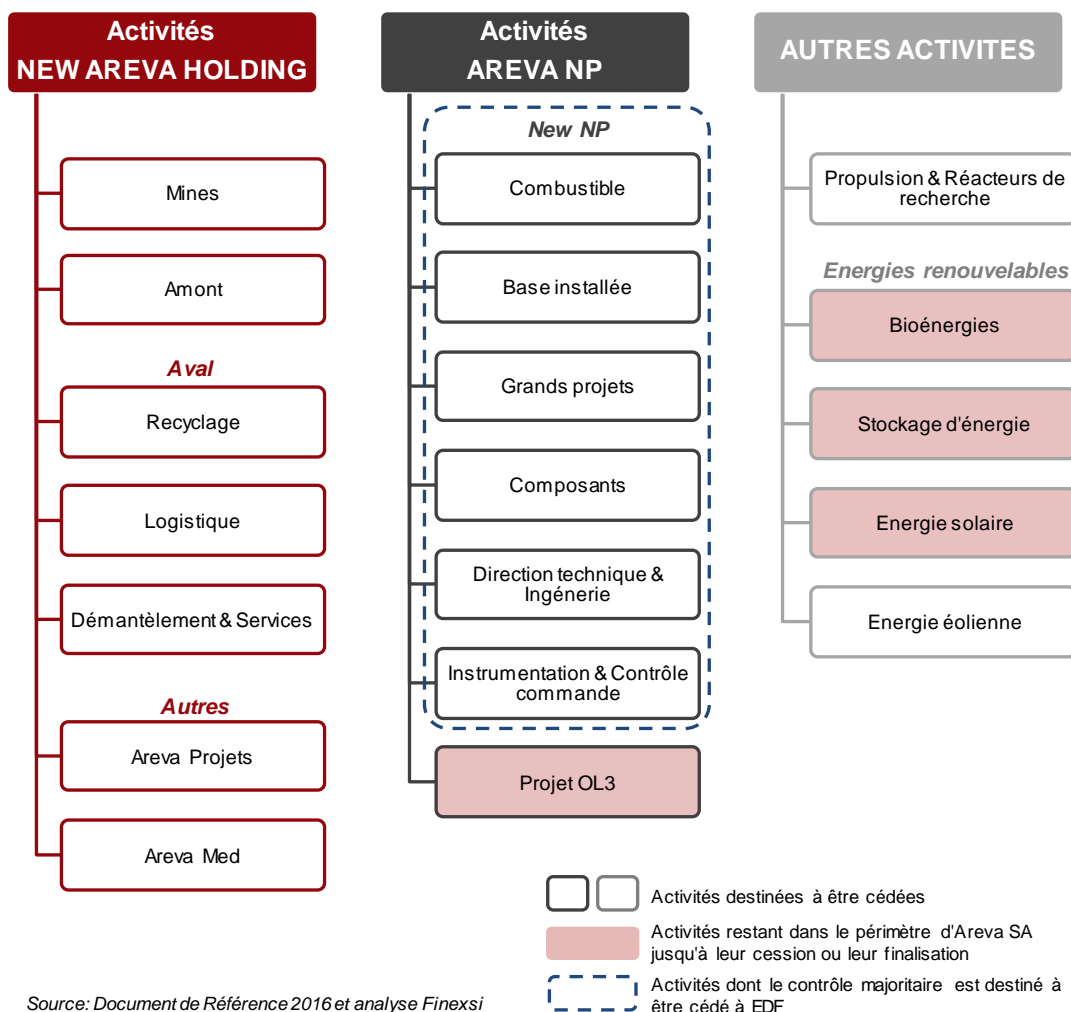


Source: Document de Référence 2016

Dans le cadre de la restructuration du Groupe (cf. § 1.1), les activités d'AREVA ont été séparées en 2016, en périmètres distincts :

- NEW AREVA HOLDING (ou NEWCO) regroupe l'ensemble des activités du cycle du combustible nucléaire : les activités minières, la chimie, et l'enrichissement de l'uranium, le recyclage des combustibles usés, la logistique nucléaire, le démantèlement et la gestion des déchets nucléaires. Ces activités sont logées dans la société NEW AREVA HOLDING, filiale à 100% d'AREVA à la date du présent rapport ;
- AREVA NP englobe les activités de conception, et de fabrication d'assemblage de combustible, ainsi que la conception, la fourniture, la construction, l'entretien, et la modernisation de chaudières nucléaires. A l'exception du contrat OL3, toutes ces activités seront logées au sein de NEW NP, filiale à 100% d'AREVA NP, dont une participation majoritaire a vocation à être cédée à EDF fin 2017, selon le contrat de cession signé en novembre 2016 (cf. § 1.1) ;
- Les autres activités sont celles destinées à être cédées, ou restant dans le périmètre d'AREVA jusqu'à leur cession, leur finalisation, ou leur abandon, dont la finalisation du contrat OL3 (cf. § 1.1).

L'organigramme suivant présente le périmètre des activités d'AREVA au 31 décembre 2016, tel que décrit ci-dessus :



Source: Document de Référence 2016 et analyse Finexsi

Nous présentons ci-après les activités exercées par chacun des périmètres d'AREVA identifiés ci-dessus.

2.1.3.1. Activités NEW AREVA HOLDING

Les activités de NEW AREVA HOLDING sont recentrées sur le cycle du combustible nucléaire, englobant les activités suivantes : Mines, Amont, Aval, Autres activités (AREVA Projets, AREVA MED), ainsi que le Corporate.

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.

Amont :

Les activités de l'Amont (Chimie et Enrichissement) regroupent l'ensemble des activités liées à la chimie de l'uranium, la conversion de l'uranium naturel en hexafluore d'uranium, et l'enrichissement de l'uranium naturel en uranium 235, utilisé ensuite pour la production d'énergie nucléaire. AREVA est un acteur majeur sur cette activité grâce au renouvellement de ses deux usines : Comurhex II (conversion), et Georges Besse II (enrichissement).

Aval :

Cette activité offre des solutions permettant de gérer efficacement la fin du cycle nucléaire. Les métiers de l'Aval regroupent les activités suivantes :

- Recyclage, qui propose des solutions de traitement du combustible usé, en vue de la réutilisation des matières valorisables (production de MOX) ;
- Logistique, qui propose, (i) la conception et la fabrication d'emballages, et d'équipements spécialisés pour le transport, et/ou l'entreposage de matières et de déchets nucléaires, et (ii) le transport de matières et de déchets nucléaires, et la gestion de la chaîne logistique ;
- Démantèlement & Services, qui assure le démantèlement d'installations nucléaires, et les services aux exploitants nucléaires.

Autres :

Les autres activités de NEW AREVA HOLDING comprennent principalement :

- AREVA PROJETS, qui concentre les expertises de l'ingénierie du cycle du combustible nucléaire, pour le compte des installations du Groupe et de clients externes ; et
- AREVA MED, qui développe de nouvelles thérapies dans la lutte contre le cancer.

Les activités Amont, Aval, et AREVA MED sont rattachées à l'entité juridique AREVA NC (filiale à 100% de NEW AREVA HOLDING).

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, AREVA PROJETS sera associée aux activités d'AREVA NC, dans la mesure où cela constitue un ensemble cohérent et interdépendant d'activités.



2.1.3.2. Activités AREVA NP

Le périmètre AREVA NP regroupe les activités en charge de la conception, et de la fabrication des deux principales technologies de réacteurs utilisées pour la production d'électricité (REP : réacteurs à eau sous pression, et REB : réacteurs à eau bouillante). Cette division offre également les produits et services nécessaires à la modernisation, au contrôle et à l'entretien de tous types de réacteurs nucléaires.

Le périmètre AREVA NP s'organise autour de plusieurs Business Units (« BU ») :

- Combustible, qui assure la conception et la fabrication du combustible nucléaire ;
- Base Installée, qui propose des services de réduction des coûts d'exploitation, de maintenance sur site, d'amélioration de la sûreté, de la performance et de la longévité des centrales ;
- Grands Projets, qui intervient dans toutes les phases de conception des chaudières, et des îlots nucléaires, et qui intègre notamment le contrat OL3 en Finlande ;
- Composants, qui est dédiée à la conception, et à la fabrication des composants chaudronnés et mécaniques de l'îlot nucléaire ;
- Direction Technique et Ingénierie, qui apporte son expertise aux précédentes BU, notamment en matière de conception de chaudières ;
- Instrumentation et Contrôle Commande, qui conçoit et fournit le contrôle commande, et les systèmes électriques lors de la construction, et de la modernisation des réacteurs.

Ces activités, à l'exception du contrat OL3, seront apportées à la société NEW NP, dont le contrôle doit être cédé à EDF à la fin de l'année 2017. La gestion du contrat OL3 sera maintenue chez AREVA NP, qui aura pour mission d'achever le projet de réacteur EPR en Finlande⁴.

2.1.3.3. Autres Activités

Ces dernières regroupent deux domaines, tous les deux destinés à être cédés, ou abandonnés : Propulsion et Réacteurs, et Energies Renouvelables.

Propulsion et Réacteurs :

Cette activité, portée par AREVA TA, consiste à concevoir, produire, et maintenir les réacteurs nucléaires de propulsion navale pour la Marine Nationale, ainsi qu'à fournir les services, le combustible, et les équipements associés.

La participation d'AREVA dans AREVA TA a été cédée le 29 mars 2017 à un consortium d'acquéreurs, dont l'Etat français est l'actionnaire majoritaire.

⁴ Un contrat de prestation sera conclu avec NEW NP, après la cession du contrôle à EDF, afin que le personnel nécessaire, en plus des salariés déjà présents chez AREVA NP, soit mis à disposition d'AREVA NP jusqu'à l'achèvement du projet OL3.

Energies Renouvelables :

L'activité Energies Renouvelables est constituée des activités liées à l'Eolien en mer, à l'Energie Solaire, aux Bioénergies, et au Stockage d'Energie. La stratégie du Groupe de recentrage sur le cycle du combustible nucléaire a conduit AREVA à se désengager de ces activités.

Les activités éoliennes (Joint-Venture ADWEN) ont été cédées le 5 janvier 2017 à GAMESA.

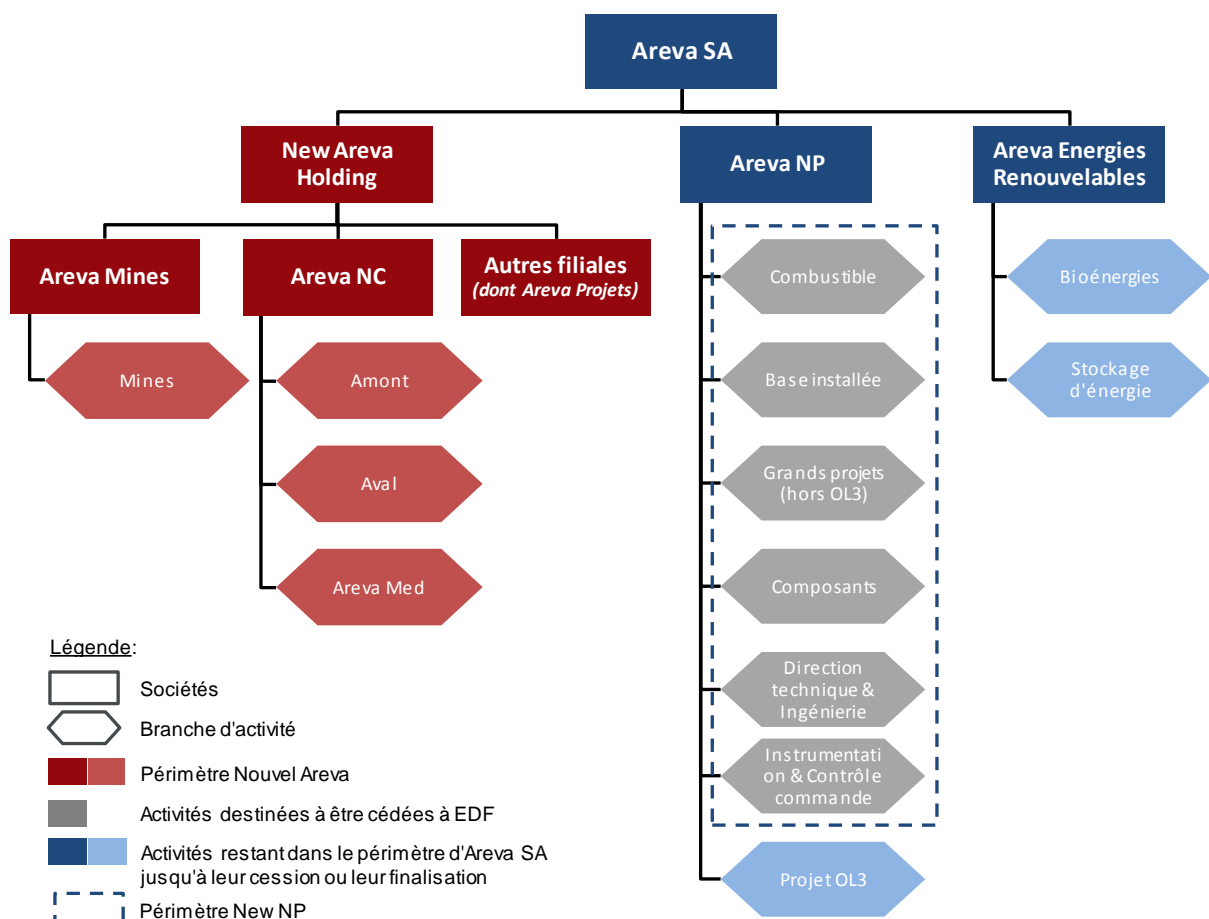
Les activités solaires ont été arrêtées en mars 2016, suite à la cession le 22 février 2016 du champ solaire à RELIANCE POWER.

Les activités de Bioénergie seront arrêtées dès que les projets en cours seront achevés (prévu au 3^{ème} trimestre 2017).

Les activités de Stockage d'énergie sont maintenues au travers d'une implication limitée.

2.1.4. Organigramme juridique et opérationnel du groupe AREVA

Au 31 décembre 2016, l'organigramme juridique et opérationnel du Groupe était le suivant :



Sources: Document de référence 2016 et analyse Finexsi



2.2. Présentation financière des activités

La restructuration juridique et opérationnelle du Groupe, engagée en 2015, et poursuivie en 2016 et 2017, a conduit à décider de la cession d'actifs devenus non stratégiques⁵, à l'abandon de certaines activités⁶, et à l'apport de branches d'activité⁷ au sein d'un sous-ensemble sur lequel AREVA SA n'exercera plus de contrôle après la réalisation de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING.

Cette restructuration donne lieu à l'application de la norme IFRS 5 sur la majeure partie des activités du Groupe, qui doivent désormais être classées en « activités cédées, abandonnées ou destinées à être cédées », et ne plus contribuer aux principaux indicateurs financiers publiés par le Groupe.

Par conséquent, une analyse de la performance globale des activités du Groupe sur le plan consolidé n'est plus possible. Nous présenterons ainsi dans un premier temps (§ 2.2.1), et de manière séparée :

- les activités d'AREVA SA ;
- les activités de NEW AREVA HOLDING ;
- les autres activités cédées, abandonnées ou destinées à être cédées.

Puis nous présenterons un résumé des comptes consolidés du Groupe (§ 2.2.2), établis en application de la norme IFRS 5.

2.2.1. Performance des activités du Groupe

AREVA SA :

L'activité principale d'AREVA SA consiste en l'achèvement du projet d'EPR Olkiluoto 3 en Finlande (« OL3 »), par l'intermédiaire de sa filiale AREVA NP, et à l'achèvement d'un contrat de bioénergie en France.

Selon la Société, la construction de l'EPR OL3 a progressé conformément au calendrier en 2016, et la mise en service de la centrale est prévue fin 2018.

L'impact de ces activités en termes de chiffre d'affaires est donc mineur.

NEW AREVA HOLDING :

Cette société regroupe les activités du cycle du combustible nucléaire : Mines, Amont, Aval, et Autres activités (AREVA PROJETS et AREVA MED), ainsi que les coûts centraux non refacturés aux différentes *Business Units* (Corporate).

Depuis 2016, NEW AREVA HOLDING est classée en activité destinée à être cédée, et ne contribue donc plus aux indicateurs consolidés publiés par le Groupe.

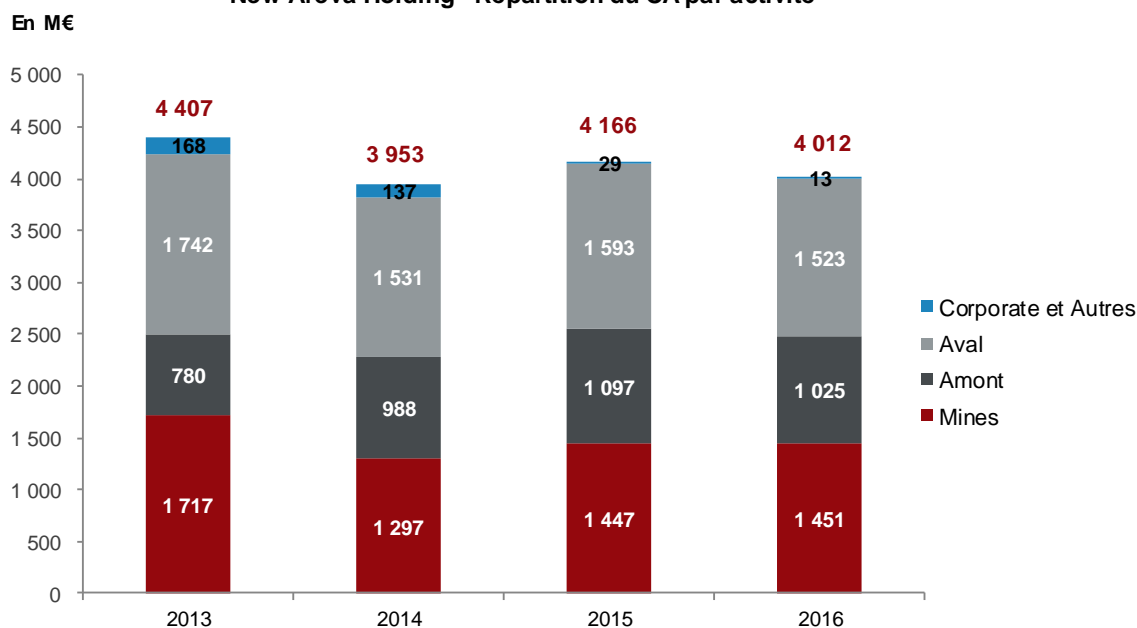
⁵ Cession à EDF d'une participation majoritaire dans les activités d'AREVA NP, à intervenir fin 2017.

⁶ Energie solaire, éolienne et bioénergie.

⁷ AREVA NC, AREVA MINES.



New Areva Holding - Répartition du CA par activité



Sources: Documents de référence 2016, 2015, 2014

Analyse des variations du chiffre d'affaires 2016 par rapport à 2015 :

- le chiffre d'affaires Mines est stable (+0,3%), bénéficiant d'un impact positif de l'effet de change, compensant une diminution des volumes vendus sur la période ;
- le chiffre d'affaires Amont diminue de 6,6% en raison d'une baisse des volumes, et des prix de marché, malgré un effet de change favorable ;
- le chiffre d'affaires Aval diminue de 4,4% suite à une moindre activité sur les Projets Internationaux, ainsi qu'à un effet mix défavorable des contrats Recyclage.

Autres activités cédées, abandonnées ou destinées à être cédées :

Cette section comprend AREVA NP (hors OL3), AREVA TA, et CANBERRA (pour les 6 premiers mois de l'année 2016).

- Chiffre d'affaires : 3,5 Mds€ contre 3,9 Mds€ fin 2015, s'expliquant par la baisse de l'activité Combustible d'AREVA NP dans certains pays.
- Excédent brut d'exploitation : 23 M€ contre -65 M€ en 2015, en raison de la fin des activités Energies solaire et éolienne, ainsi que des effets du plan de performance d'AREVA NP.
- Résultat opérationnel : 193 M€ contre -72 M€ en 2015, résultant principalement de la plus-value de cession de CANBERRA (+146 M€), de la finalisation des derniers projets dans l'Energie solaire (+90 M€), et de la contribution d'AREVA NP (+44 M€).

2.2.2. Performance financière consolidée du Groupe

AREVA SA - Actif *

En M€	31-déc-15	31-déc-16	Var.	Var. %
Actifs non courants	17 747	312	(17 435)	(98)%
dont écarts d'acquisitions	1 272	-	(1 272)	(100)%
dont couverture opérations fin de cycle	6 122	-	(6 122)	(100)%
Actifs courants	11 240	28 417	17 177	153 %
dont trésorerie et équivalents	804	686	(118)	(15)%
dont actifs des activités destinées à être cédées	7 076	27 032	19 956	282 %
Total de l'Actif	28 987	28 729	(258)	(1)%

AREVA SA - Passif *

En M€	31-déc-15	31-déc-16	Var.	Var. %
Capitaux propres	(2 281)	(3 427)	(1 146)	(50)%
Capitaux propres part du groupe	(2 516)	(3 417)	(901)	(36)%
Passifs non courants	14 676	1 354	(13 322)	(91)%
dont dettes financières à LT	5 905	1 351	(4 554)	(77)%
dont provision opérations fin de cycle	6 921	-	(6 921)	(100)%
Passifs courants	16 592	30 802	14 210	86 %
dont dettes financières à CT	1 440	831	(609)	(42)%
dont passifs des activités destinées à être cédées	5 320	27 391	22 071	415 %
Total du Passif	28 987	28 729	(258)	(1)%

AREVA SA - Compte de Résultat *

En M€	31-déc-15	31-déc-16	Var.	Var. %
Chiffre d'affaires	33	10	(23)	(70)%
Résultat opérationnel	(1 287)	(442)	845	66 %
Résultat financier	(46)	(68)	(22)	(48)%
Résultat net	(2 036)	(770)	1 266	62 %
dont résultat net des activités poursuivies	(1 267)	(405)	862	68 %
dont résultat net des activités cédées, abandonnées ou destinées à être cédées	(770)	(365)	405	53 %

* En application de la norme IFRS 5, les états financiers 2015 ont été retraités par rapport aux données publiées.

Source: Document de référence 2016

Compte tenu des cessions en cours au 31 décembre 2016 de NEW NP, d'AREVA TA et de NEW AREVA HOLDING⁸, et de leur reclassement en « activités destinées à être cédées » conformément à la norme IFRS 5, la contribution de ces activités n'apparaît plus que sur une ligne à l'actif et au passif du bilan (« actifs des activités destinées à être cédées », « passifs des activités destinées à être cédées »), et dans le compte de résultat au niveau du résultat net sur une ligne regroupant les contributions des « activités cédées, abandonnées ou destinées à être cédées ».

⁸ AREVA SA perdra le contrôle de NEW AREVA HOLDING à la date de réalisation de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, d'un montant d'environ 2,5 Mds€, prévue fin juillet 2017.



Dans ce contexte, les comptes 2016 ne sont pas directement comparables aux comptes des exercices précédents.

Les comptes sociaux et consolidés d'AREVA ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes, avec observations dans la première partie du rapport. 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 dégradation de la situation financière du Groupe, dont les capitaux propres restent très largement négatifs, et dont le niveau d'endettement demeure très élevé. Cette situation rend nécessaire la réalisation effective des augmentations de capital d'AREVA SA et de NEW AREVA HOLDING approuvées le 3 février 2017, ainsi que la cession de NEW NP, afin d'assurer la continuité d'exploitation du Groupe.

2.3. Situation financière du Groupe et approche des risques

2.3.1. Situation au 31 décembre 2016

Les comptes consolidés d'AREVA au 31 décembre 2016 présentent un montant de capitaux propres négatifs de -3.417 M€ (capitaux propres part du groupe).

La dette financière nette s'élève au 31 décembre 2016, à 7.135 M€, et se répartie comme suit, entre AREVA SA (2.745 M€) et NEW AREVA HOLDING (4.390 M€) :

AREVA SA - Trésorerie (dette) financière nette hors NewAreva Holding	
M€	
Emprunts auprès des établissements de crédits et billet de trésorerie	(2 065)
Concours bancaires courants et comptes courants financiers créditeurs	(6)
Instruments financiers dérivés	(108)
Dettes financières diverses	(2)
Dette Financière	(2 182)
Trésorerie et équivalents de Trésorerie	(587)
Instruments financiers et appel de marge	24
Trésorerie (dette) financière nette	(2 745)

Source: Document de référence 2016 d'Areva SA



New Areva Holding - Trésorerie (dette) financière nette

en M€

Avances rémunérées	(143)
Emprunts auprès des établissements de crédits et billet de trésorerie	(564)
Emprunts obligataires	(5 006)
Concours bancaires courants et comptes courants financiers créditeurs	(53)
Instruments financiers dérivés	(49)
Dettes financières diverses	(59)
Dette financière	(5 873)
Disponibilités et comptes courants	1 403
Equivalents de trésorerie	30
Dérivés sur opérations de financement	49
Trésorerie	1 483
Trésorerie (dette) financière nette	(4 390)

Source: Comptes consolidés 31/12/2016 de New Areva Holding

2.3.2. Situation au 30 juin 2017

En l'absence de comptes consolidés semestriels à la date du présent rapport, nous avons estimé, pour les besoins de nos travaux, l'endettement net d'AREVA SA, et de NEW AREVA HOLDING au 30 juin 2017 sur la base :

- de leur endettement net au 31 décembre 2016, tel qu'il ressort de leurs comptes consolidés respectifs ;
- des cash-flows opérationnels et non-opérationnels, générés par AREVA SA et NEW AREVA HOLDING au premier semestre 2017, tel qu'estimés par le management.

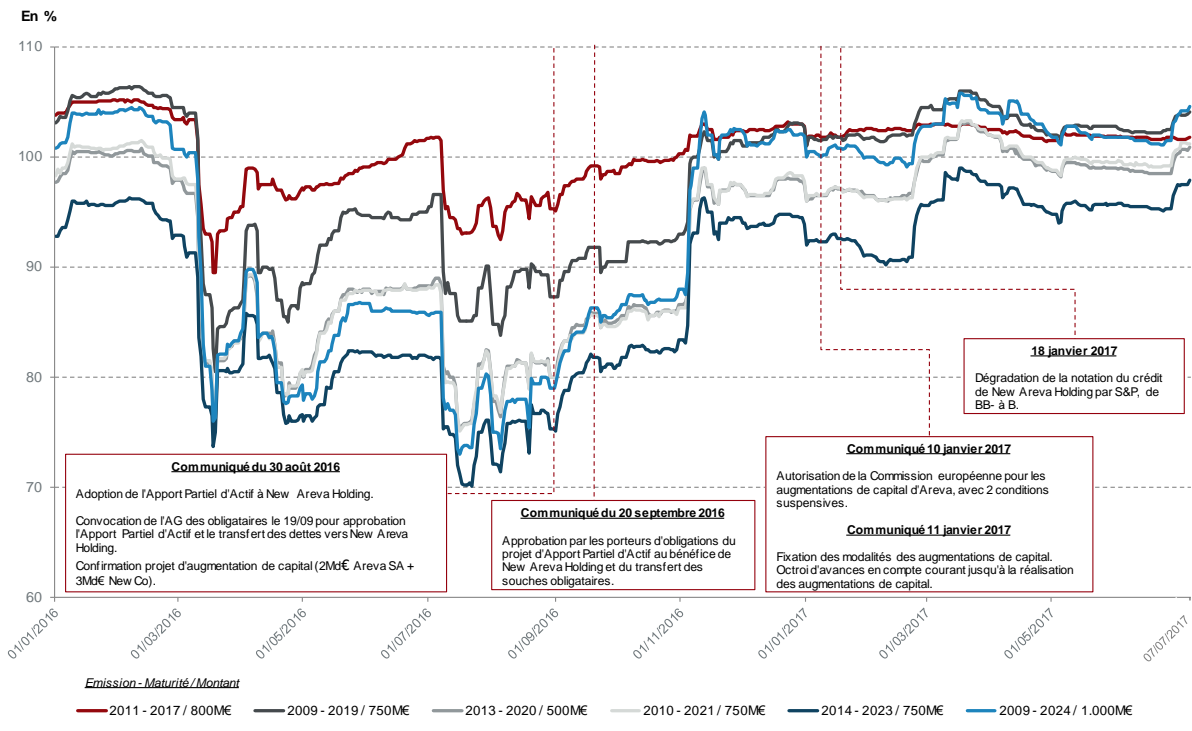
Il ressort des premières estimations de la Société que, la trésorerie au 30 juin 2017 est légèrement inférieure à celle retenue dans nos travaux d'évaluation, ce qui est favorable aux actionnaires minoritaires. Le rapprochement avec la trésorerie réelle ne devrait pas matérialiser d'écart significatif avec le niveau que nous avons retenu au 30 juin 2017 pour NEW AREVA HOLDING (cf. §5.1.8), et pour AREVA SA (cf. 5.4).

2.3.3. Evolution du cours de la dette obligataire d'AREVA

L'évolution du cours de la dette obligataire depuis janvier 2016 est présentée ci-dessous. On peut relever que, après un plus bas niveau à 70% de sa valeur nominale en mai 2016, la dette cote un niveau proche de sa valeur nominale depuis la confirmation de la recapitalisation du Groupe, et l'accord des obligataires du 20 septembre 2016 sur l'Apport partiel d'actif au bénéfice de NEW AREVA HOLDING.



Evolution de la valeur nominale des souches obligataires cotées de New Areva Holding



Source: Capital IQ

2.3.4. 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 quasi-continues depuis 2010, avant d'être légèrement relevée en juillet 2017 (cf. tableau ci-après). Le 6 juillet 2017, date de notation la plus récente, S&P a relevé sa notation (de B à B+) de la dette long-terme du Groupe, désormais portée par NEW AREVA HOLDING, tout en maintenant la position du Groupe dans la catégorie « spéculative ».

Depuis le 6 juillet 2017, et dans l'attente des opérations de recapitalisation du Groupe, AREVA se situe donc dans la 1^{ère} partie de la catégorie spéculative fixée par S&P⁹, qui débute à partir de BB+ :

⁹ Sources : S&P, Global Rating Definitions, 18 août 2016, et AMF.

Grille de notation Standard & Poor's (LT)

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	R	SD	D
Catégorie dite d'investissement												Catégorie dite spéculative					Défaut				

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





AREVA SA - Evolution de la notation par Standard & Poor's

Date	Agence	Notation de la dette long-terme			Notation de la dette court-terme			Commentaires
		Upgrade / Downgrade	Rating	Perspective	Upgrade / Downgrade	Rating	Perspective	
28/06/2010	S&P	↓	A à BBB+	Stable	↓	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	↓	BBB-	Stable	↓	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 cash-flow.
09/10/2014	S&P	→	BBB-	Négative	→	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	↓	BB+	Négative	↓	B	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	↓	BB-	Neutre	→	B	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+	Neutre	→	B	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	↑	BB-	Neutre	→	B	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.
18/01/2017	S&P	↓	B	En développement	→	B	Neutre	Abaissement de la note en raison du report de la recapitalisation, notamment du fait de la condition liée à la cuve de l'EPR de Flamanville imposée par la Commission européenne.
06/07/2017	S&P	↑	B+	En développement	↑	B+	Neutre	Amélioration de la notation d'Areva en raison d'une forte probabilité de réalisation de l'augmentation de capital réservée au cours de l'été 2017. S&P s'attend en effet à ce que les 2 conditions préalables posées par la Commission européenne soient levées dans un avenir proche.

Source: Société, presse et analyse Finexsi

La révision à la hausse de la notation, après une dégradation en janvier 2017, traduit la forte probabilité, du point de vue de l'agence de notation, de réalisation de l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français, pour un montant d'environ 2 Mds€, au cours de l'été 2017. La perspective¹⁰ « en développement » est maintenue par l'agence de notation.

2.3.5. Situation de liquidité et continuité d'exploitation d'AREVA

Au-delà des commentaires sur la situation financière du Groupe évoquée ci-dessus, il convient de rappeler que le Document de référence 2016 mentionne :

« En 2016, la liquidité du groupe a été assurée par le tirage, les 4 et 5 janvier, des lignes de crédit disponibles pour un montant d'environ 2 milliards d'euros.

Au 31 décembre 2016, la dette financière courante d'AREVA s'élève à 831 millions d'euros principalement constituée des lignes de crédit bilatérales arrivant à échéance au cours de l'année 2017. En complément, AREVA garantit la dette financière de NewCo (dette obligataire et financement de l'actif industriel Georges Besse II pour un montant total de 5,5 milliards d'euros) jusqu'à la réalisation de l'augmentation de capital de NewCo prévue en 2017.

Pour faire face à ces engagements et assurer la continuité d'exploitation en 2017, les principales sources de financement de l'année 2017 s'échelonnent de la façon suivante :

¹⁰ Les perspectives de notation traduisent l'évolution possible de la note de crédit publiée.



- *une aide au sauvetage sous la forme de deux avances en compte courant d'actionnaire de l'État, 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, a été autorisée par la Commission européenne le 10 janvier 2017. Ces avances en compte-courant d'actionnaire, à valoir sur les augmentations de capital prévues en cours d'année 2017, permettent d'assurer la jonction avec ces dernières ;*
- *la réalisation des dites augmentations de capital et les produits des cessions attendues au cours de l'année 2017 (AREVA TA, Adwen , et New NP) ont pour objectif de renforcer la structure financière d'AREVA et de NewCo et de permettre de faire face à leurs besoins de liquidité au regard de leurs obligations en 2017 et au-delà, sous réserve, en ce qui concerne AREVA et l'année 2017, que la cession de New NP soit réalisée au plus tard au quatrième trimestre ;*
- *dans l'hypothèse où la cession de New NP interviendrait tardivement dans l'année, AREVA SA a obtenu et accepté un engagement de ses partenaires bancaires pour un financement intercalaire senior secured de 300 millions d'euros qui devra être conclu prochainement et aura pour échéance le 8 janvier 2018. Son tirage est conditionné à la souscription des augmentations de capital d'AREVA et de NewCo par l'État. Au regard des étapes déjà franchies et des travaux qui restent à accomplir dans le cadre du processus de cession de New NP, AREVA n'a pas identifié d'éléments susceptibles de remettre en cause la réalisation de la cession de New NP avant la fin de l'année 2017. De plus, un pilotage resserré du processus de cession et de levée des conditions suspensives prévues dans l'accord de cession est mis en œuvre par AREVA.*

L'ensemble de ces éléments permettra d'assurer la continuité d'exploitation sur l'exercice 2017.

Au-delà de 2017, la dernière échéance de dette significative pour AREVA est constituée par le remboursement de la ligne de crédit syndiquée de 1,25 milliard d'euros en janvier 2018. Même si le décalage de la réalisation de la cession de New NP en 2018 n'est pas envisagé à ce jour, des solutions alternatives sont à l'étude en plus des mesures d'optimisation internes déjà identifiées (monétisation de créances, affacturage, etc.) en vue de pouvoir assurer le financement d'AREVA jusqu'à l'encaissement du produit de cession de New NP, si celui-ci devait être décalé en 2018. »

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.

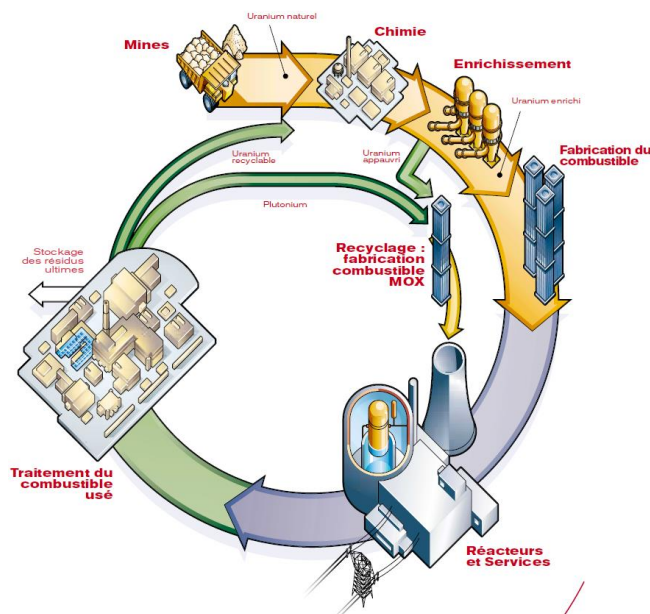
Une centrale nucléaire utilise généralement l'uranium-235, un isotope de l'élément particulier de l'uranium, en tant que carburant.

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^{ème} génération, construits entre 1965 et 1995¹¹.

¹¹ Source: Xerfi global - Nuclear Groups, World - mars 2016.



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 utilisé, 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 1990¹². 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 447 en mai 2017¹³. L'essentiel de ces réacteurs étant de 2^{ème} 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.

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 en étant notamment favorisées par un contexte réglementaire avantageux.

¹² Source : *World Nuclear Association*.

¹³ Source : *World Nuclear Association*.



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 01/05/2017)

Situation actuelle & prévisions	Europe de l'Ouest	Europe Centrale et de l'Est	Amérique du Nord	Amérique Latine	Asie	Moyen-Orient & Afrique	Total
Réacteurs en service (au 01/05/2017)	114	69	120	5	135	4	447
Puissance électrique nette (Mwe)	111 236	51 513	114 831	3 523	107 856	3 121	392 080
Production électrique annuelle (TWh)	734	344	913	24	457	23	2 495
% du nucléaire dans la production locale d'électricité	29%	27%	14%	3%	5%	4%	14%
% production mondiale d'électricité nucléaire	29%	14%	37%	1%	18%	1%	100%
Réacteurs en construction	2	11	4	2	36	4	59
Puissance électrique (Mwe)	3 470	9 234	5 000	1 432	38 704	5 600	63 440
Réacteurs prévus	12	40	18	2	85	13	170
Puissance électrique (Mwe)	16 850	42 530	7 100	1 950	96 927	12 460	177 817
Réacteurs proposés	5	41	22	10	242	52	372
Puissance électrique (Mwe)	6 300	42 700	31 500	9 700	275 995	60 400	426 595

Source: World Nuclear Association, données au 01/05/2017

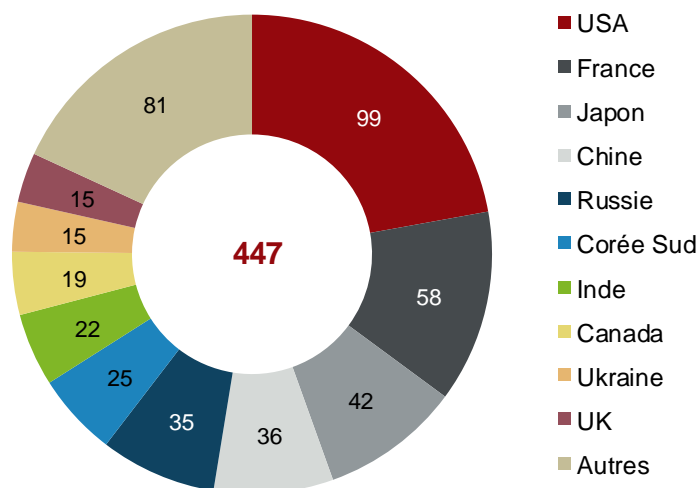
En construction : béton pour réacteur versé, ou livraison significative du béton en cours

Prévu : approbation et financement obtenus, mise en service attendue dans 8-10 ans

Proposé : identification spécifique d'un site ou d'un programme, calendrier encore très incertain

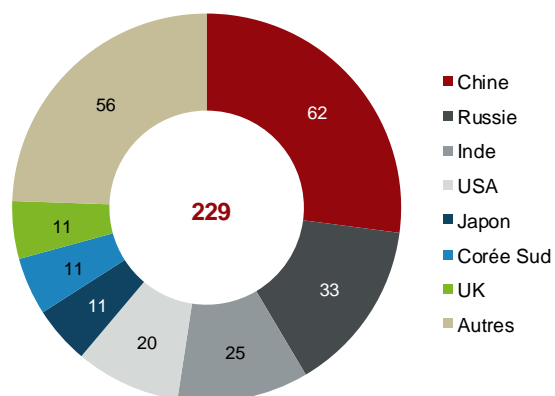
Parmi les 59 réacteurs en construction, (et les 170 dont la mise en service est prévue dans la prochaine décennie), la grande majorité est située dans les pays émergents. Ces marchés sont ainsi devenus les principaux facteurs de croissance du marché mondial de l'énergie.

Nombre de réacteurs nucléaires en service

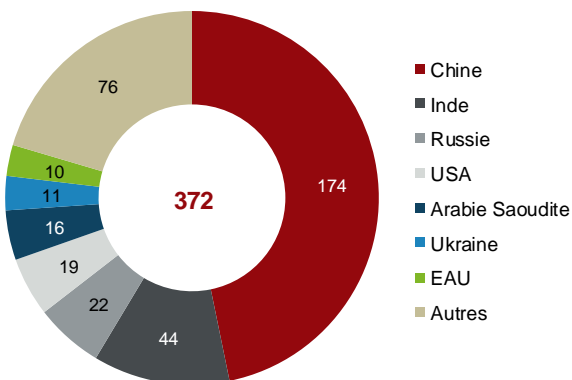




Nombre de réacteurs nucléaires en construction et prévus

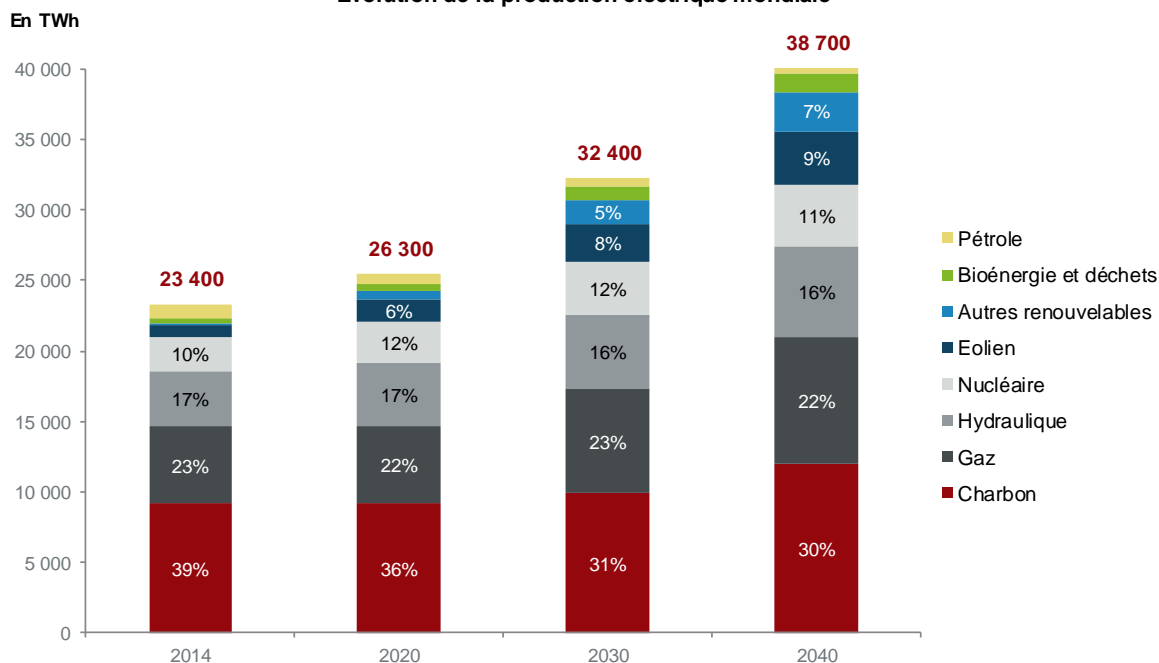


Nombre de réacteurs nucléaires proposés



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.

Evolution de la production électrique mondiale



Source: Agence Internationale de l'Energie, World Energy Outlook 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 & 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 réglementation en matière nucléaire

Les activités nucléaires sont soumises aux réglementations 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 Sûreté 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 réglementation 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 démanteler. Le 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 réglementation nationale¹⁴, européenne¹⁵, et internationale¹⁶. 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.

¹⁴ Articles L. 542-1 et suivants du Code de l'environnement.

¹⁵ Directive n°2011/70/Euratom.

¹⁶ 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 31 décembre 2016 s'établit à un montant négatif de -3.417 M€, soit une valeur par action de -8,9 €¹⁷.

3.1.2. *Actualisation des flux futurs de trésorerie*

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).

¹⁷ Sur la base d'un nombre total d'actions hors auto-détention et contrat de liquidité.



3.1.4. 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.

3.1.5. 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, les différentes annonces sur le soutien de l'Etat français, actionnaire principal, et la levée des conditions préalables imposées par la Commission Européenne permettant la mise en œuvre des augmentations de capital réservées d'AREVA SA, et de NEW AREVA HOLDING, autorisées par les Assemblées générales respectives des deux sociétés du 3 février 2017, nous ont conduits à écarter cette méthode, par ailleurs très difficile à mettre en œuvre dans le contexte.

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, ainsi que le critère des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.

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 la réalisation de l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français, sur la base des informations telles qu'elles ressortent du tableau présenté au paragraphe 2.1.1, le flottant ressortait à seulement 4,04%¹⁸ du capital.

¹⁸ Actions détenues par le public.



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 l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO), le cours de bourse devient un critère central pour apprécier le prix proposé.

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

Le principe d'intégration des filières combustible 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.

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 27 juin 2017. 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 », plus favorable, 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 au 31 décembre 2016, corrigée du cash-flow opérationnel et non-opérationnel attendu pour le premier semestre 2017.



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 sur les notes d'analystes publiées avant l'annonce du 15 juin 2016 (cf. ci-après), tout en considérant l'évolution de l'opinion des analystes depuis cette date (cf. § 6).

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

3.2.4. Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre informatif)

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).

L'Assemblée générale d'AREVA a approuvé, le 3 février 2017, l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français, d'un montant d'environ 2 Mds€, au prix de 4,50 € par action.

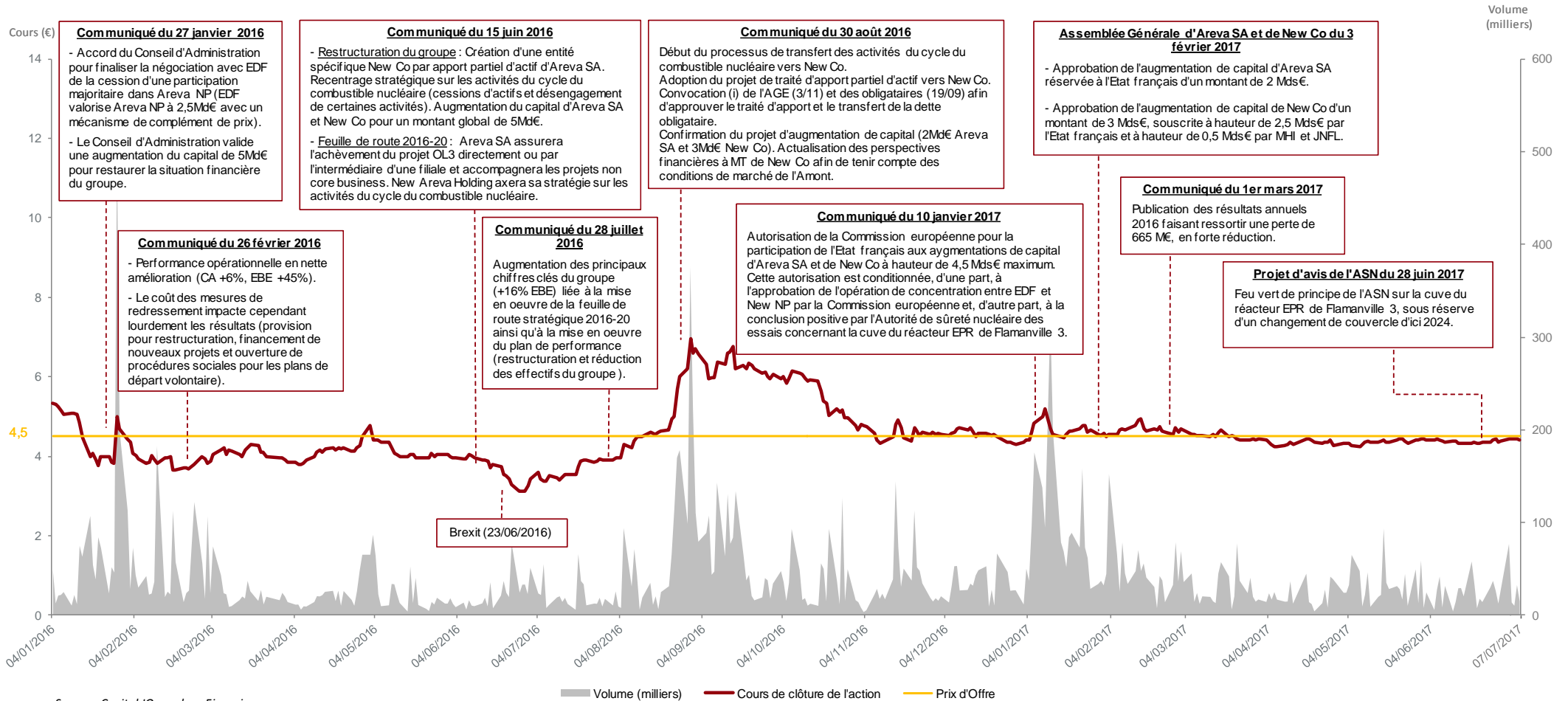
La présente OPR-RO et l'Augmentation de capital réservée (dont la réalisation est intervenue le 12 juillet 2017) faisant parties des mesures de restructuration du Groupe, nous présentons celle-ci pour information.

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

L'évolution du cours et des volumes échangés depuis le 4 janvier 2016, jusqu'au 7 juillet 2017 se présente comme suit :



Evolution du cours de l'action AREVA SA depuis le 4 janvier 2016





Période à retenir

Les deux opérations étant liées, nous avons retenu la même période, soit le 15 juin 2016, pour l'appréciation du prix de souscription à l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français (qui a fait l'objet d'une attestation d'équité de notre part le 12 janvier 2017), ainsi que pour la présente appréciation du prix d'Offre.

La question se posait en effet, 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 de l'OPR-RO.

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 (soit près de 13 mois si l'on retient la communication d'AREVA du 15 juin 2016 comme l'annonce de l'Opération).

Il convient tout d'abord de rappeler que la Société a communiqué¹⁹ dès le 30 juillet 2015 sur le projet d'une augmentation de capital significative, dont le montant de 5 Mds€ a été annoncé le 27 janvier 2016. L'existence d'un prêt bancaire de 1,2 Mds€ 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, et reprises par certains analystes qui suivaient la Société :

« *L'Etat conservera entre 86.5% à 100% (ce qui conduirait à un delisting) d'Areva SA.* »²⁰ (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*²¹ *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 cote²² 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, qui a affecté l'ensemble des valeurs cotées ;

¹⁹ Cf. communiqués de presse AREVA des 30 juillet 2015, 27 janvier 2016, 28 février 2016, 29 avril 2016 et 15 juin 2016.

²⁰ Soulignement par nous.

²¹ Soulignement par nous.

²² 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).* »

- 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 €) ;
- Une hausse à compter du 4 janvier 2017 jusqu'au 10 janvier 2017 (cours de clôture de 5,20 €) ;
- Une stabilisation du cours autour du prix de l'Augmentation de capital réservée (4,50 € par action) depuis cette date (entre 4,25 € et 4,94€).

Il apparaît donc, que le cours a connu des évolutions significatives entre le 15 juin 2016, et le 10 janvier 2017, 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 au début du mois de janvier 2017, étant précisé que postérieurement au 10 janvier 2017, le cours est resté proche du prix d'Offre.

Pour apprécier le prix proposé il nous semble donc, pertinent de retenir la période précédant « l'annonce » de l'Opération soit le 15 juin 2016²³.

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 moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume 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 %

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

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi.

²³ Date à laquelle des précisions ont été données au marché sur l'Opération et sur ces conséquences.



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 prix d'offre de 4,50 € sur le cours de 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 ⁽¹⁾	8,74 €	-48,5%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	3,64 €	23,6%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 12 août 2015.

⁽²⁾ Le 19 février 2016.

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 approprié 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'Offre 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.



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 (§ 0) ;
- LEGACY Co (dont OL3) (§ 5.3).

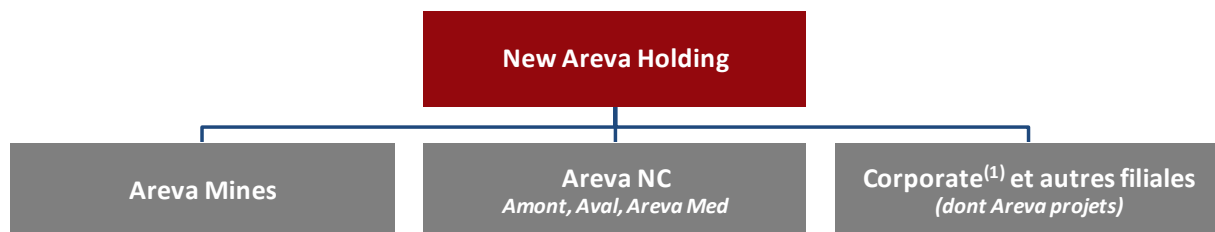
NEW AREVA HOLDING est évaluée en tenant compte de la dette qui lui est attachée. La dette nette résiduelle au niveau du Groupe est quant à elle, déduite de la somme des participations mentionnée ci-avant.

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 :



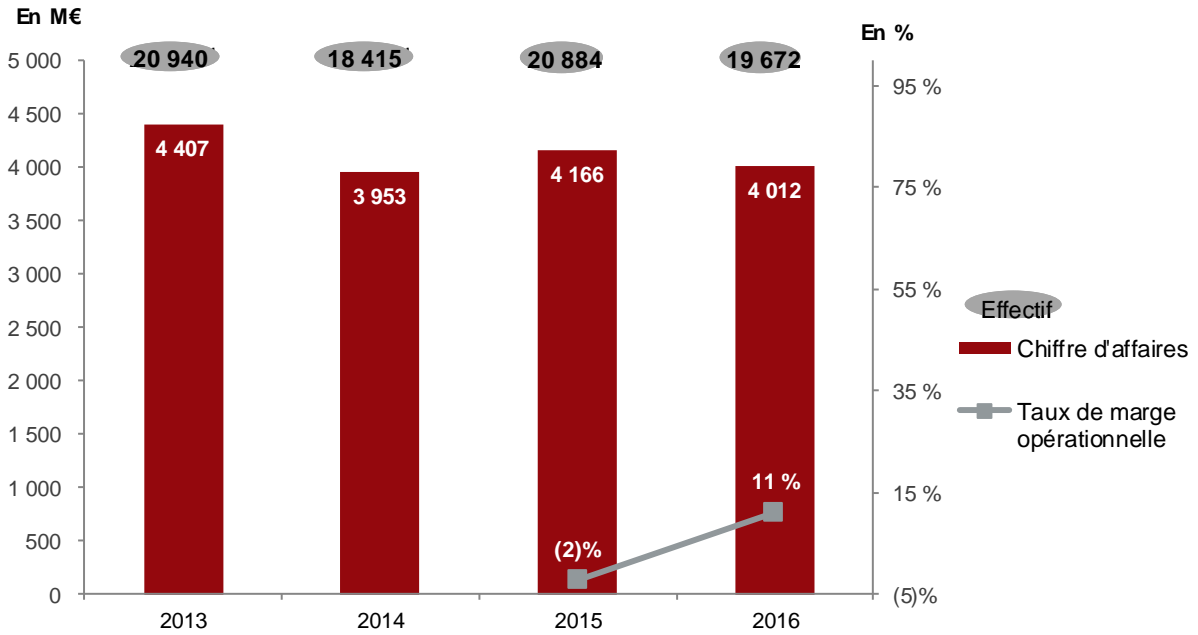
(1) N'est pas une entité juridique et correspond aux activités de support non opérationnel

Source: Document de référence 2016

Nous présentons, à titre informatif, les indicateurs de performance de NEW AREVA HOLDING.



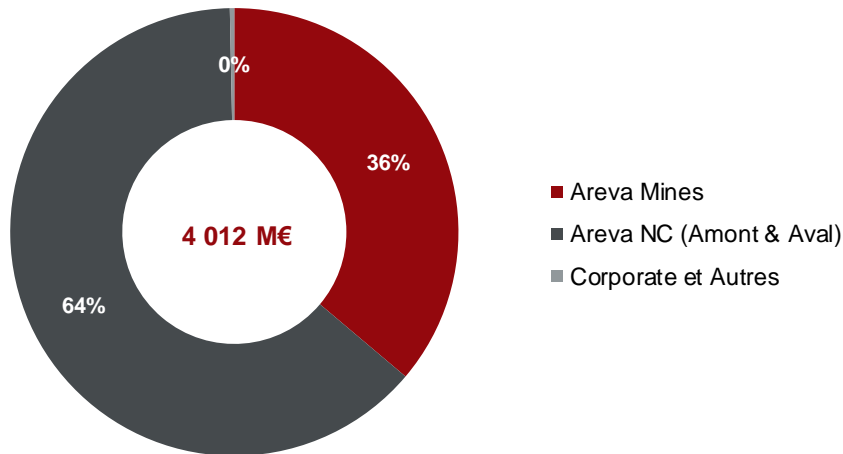
New Areva Holding - Chiffres clés (non consolidés)



Le taux de marge opérationnelle n'est pas disponible avant 2015

Sources: Documents de référence 2016, 2015, 2014

New Areva Holding - Répartition du chiffre d'affaires 2016



Source: Document de référence 2016

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*²⁴

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 :

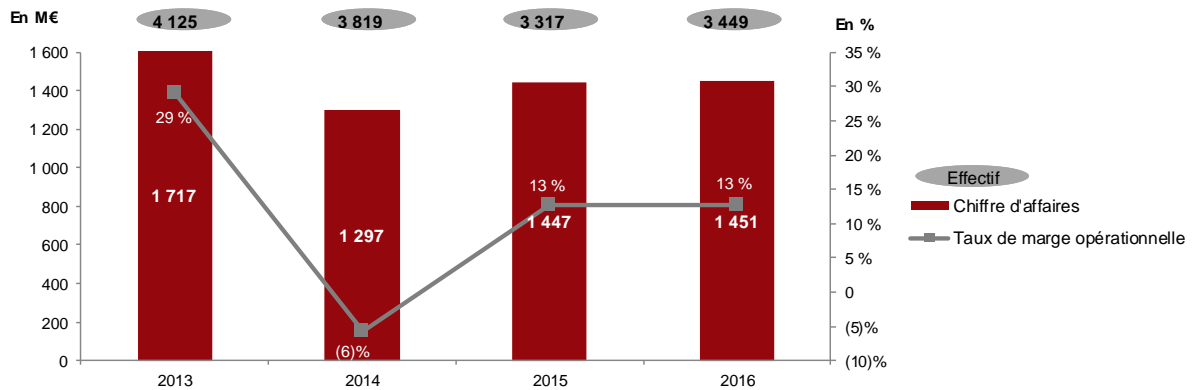
- Exploration et développement de gisements : consiste à découvrir de nouveaux gisements d'uranium grâce à la prospection par campagne aéroportée dans certains cas, et par sondages dans tous les cas, sur ses licences d'exploration. En cas de résultat positif des sondages, un modèle géologique est défini 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 (15% 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).

²⁴ Source : Documents de référence 2016, 2015, et site internet de la Société.



AREVA MINES - Chiffres clés



Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014

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.

En 2016, le chiffre d'affaires est stable, bénéficiant d'un impact positif de l'effet de change compensant une diminution des volumes vendus sur la période. Le taux de marge opérationnelle est également stable par rapport à 2015. Il bénéficie d'une baisse du coût des achats, mais est affecté par une perte de valeur de 316 M€ au titre de certains actifs relatifs à la mine d'IMOURAREN au Niger, induite par la baisse du cours de l'uranium.

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), et 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

Type	Description	Pays	Gisement	Part JV	Réserves* en tU	Part Areva en tU	Ressources** en tU	Part Areva en tU	Production 2016 en tU	
Actifs exploités	Extraction puis traitement du minerai d'uranium	Canada	Cigar Lake (ARC)	37%	81 460	30 222	40 521	15 033	2 473	
		Canada	McArthur River (ARC)	30%	140 338	42 375	6 092	1 840	2 097	
		Kazakhstan	Katco	51%	8 344	4 255	38 274	19 520	4 002	
		Niger	Cominak	34%	8 101	2 754	942	320	-	
		Niger	Somaïr	63%	2 510	1 591	52 695	33 409	2 164	
Actifs non exploités	- Etude et construction des mines	Namibie	Trekopje	100%			26 000	26 000		
		Niger	Imouraren	58%	174 196	100 439	65 463	37 745		
		Rep. Centrafr.	Bakouma	100%			36 475	36 475		
		Australie	Koongarra ⁽¹⁾	100%						
		Canada	Dawn Lake	23%			7 282	1 681		
	- Recherche de nouveaux gisements	Canada	Fox Lake	22%			26 195	5 700		
		Canada	Kiggavik	65%			51 012	33 165		
		Canada	MidWest	69%			3 889	2 689		
		Canada	Shea Creek	51%						
		Gabon	Bagombé	100%			5 420	5 420		
		- Remise en état	Guinée	Euronimba	13%					
			Mongolie	Sainshand	44%			73 645	32 079	
			Niger	Arlit	100%			20 403	20 403	
			Canada	Key Lake ⁽²⁾	17%	283	47			
			Canada	McClean Lake	70%	272	190	6 285	4 399	3
Total					415 504	181 875	460 594	275 879	10 739	
Actifs non miniers	Usine désassemblage	Namibie	Areva Water	100%						
	Négoce	Allemagne	UG Trading	100%						
	Holding/Vente	France	Central	100%						

⁽¹⁾ Areva a suspendu ses travaux de sondage au cours du second semestre 2015. La valeur du gisement est nulle.

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

* Prouvées + probables, après application du rendement

** Mesurées + indiquées + inférées

Source : Document de référence 2016

Distinction ressources / réserves :

Les ressources et réserves sont définies comme suit, dans le Document de référence 2016 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 ».
- 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, dans certains cas, des ressources minérales mesurées).

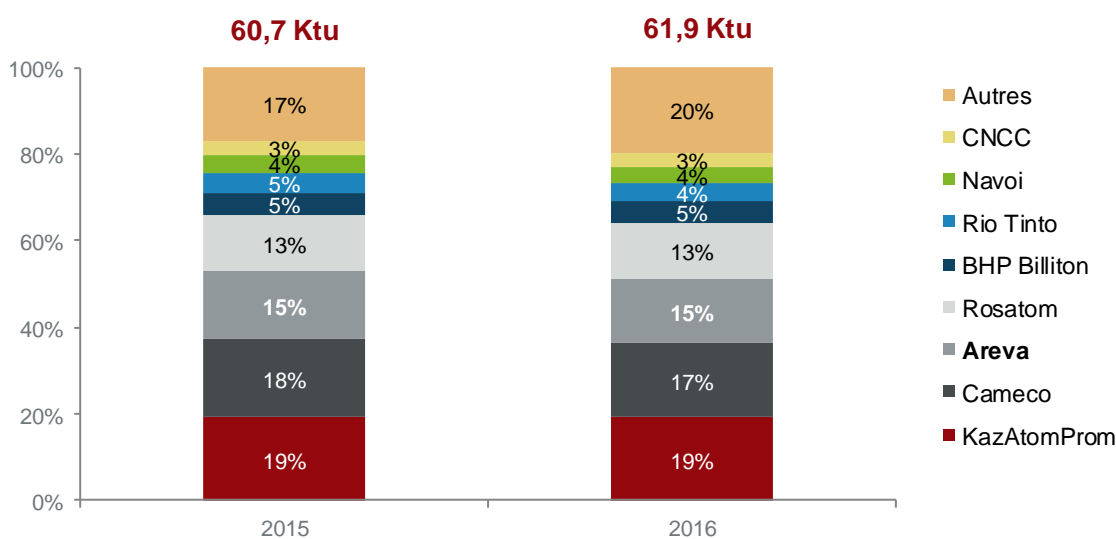


Il ressort que les réserves ont un caractère plus certain, plus établi que les ressources, en particulier, en ce qui concerne la faisabilité économique de l'exploitation du gisement.

Marché de l'uranium :

Le marché de l'uranium est un marché de commodité avec un nombre d'acteurs restreint. En 2016, 61.900 tonnes d'uranium ont été produites, dont près de 70% par les 5 principaux producteurs (KAZATOMPROM²⁵, CAMECO²⁶, AREVA, ROSATOM²⁷ et BHP BILLITON²⁸).

Part de la production mondiale d'uranium



Sources: Documents de référence Areva 2016, 2015

Ktu: Kilo tonnes d'uranium

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 2015²⁹, 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.

²⁵ Société kazakh

²⁶ Société canadienne

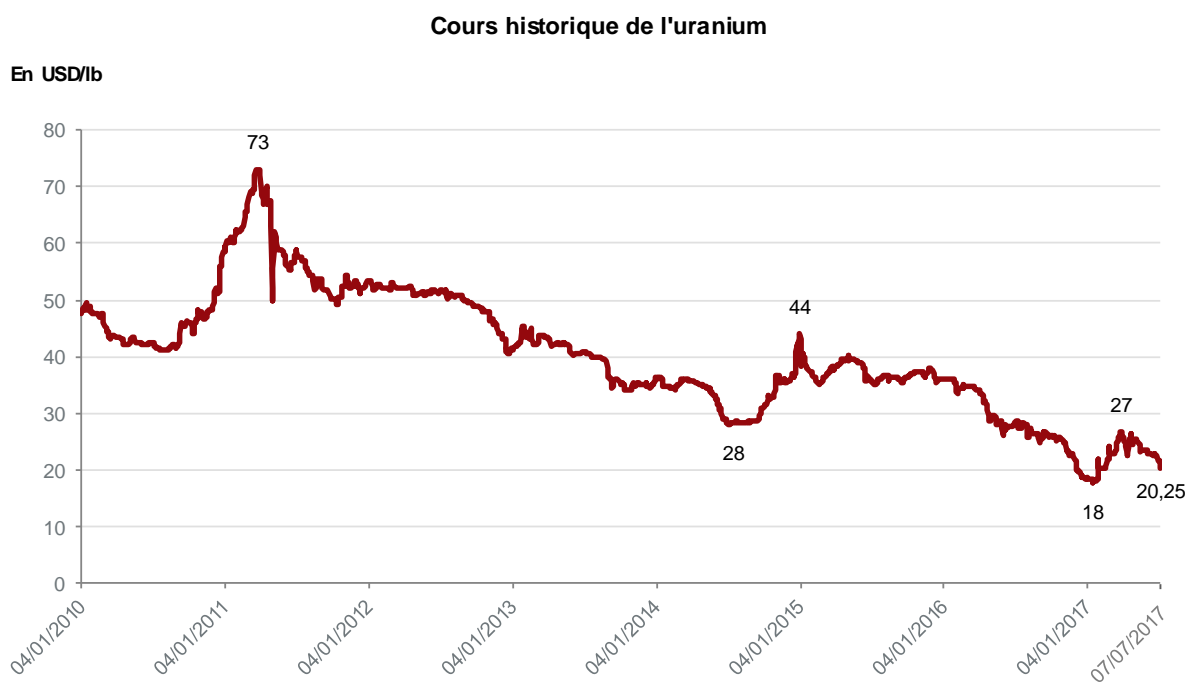
²⁷ Société russe

²⁸ Société australienne

²⁹ Source : World Nuclear Association



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




Source: Capital IQ

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_3O_8 en décembre. Au 7 juillet 2017, le cours se situe sur des niveaux proches de ceux de décembre 2016, soit 20,25 USD par livre d' U_3O_8 .

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, dans son scénario le plus favorable, une remontée continue des cours à partir de 2018, 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 15% (2016) et 3ème acteur en termes de réserves à fin 2016 (182 KtU en 2016).
- Présence sur l'ensemble des activités minières (de l'exploration à la réhabilitation, y compris la commercialisation).
- Marge d'EBITDA supérieure à celle des concurrents, grâce à des coûts de production plus faibles.
- Portefeuille diversifié de gisements miniers.
- Carnet de commande important (9,4 Md€ fin 2016) et diversifié, protégeant d'une baisse des prix à 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
- Barrières à l'entrée très élevées restreignant les nouveaux entrants.

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.

5.1.2.2. Evaluation d'AREVA MINES

5.1.2.2.1. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'actif net réévalué sont les suivantes³⁰ :

		DCF ⁽¹⁾	Multiplés boursiers	Valeur nette comptable	
Areva Mines	Actifs exploités	ARC (Canada)	✓	✗	✗
		Katco (Kazakhstan)	✓	✗	✗
		Somaïr (Niger)	✓	✗	✗
		Cominak (Niger)	✓	✗	✗
		Water (Namibie)	✓	✗	✗
		UG trading	✓	✗	✗
		Activité "centrale"	✓	✗	✗
	Actifs non exploités	Imouraren (Niger)	✗	✓	✗
		Sainshand (Mongolie)	✗	✓	✗
		Autres gisements non exploités ⁽²⁾	✗	✓	✗
		Euronimba (Guinée)	✗	✗	✓
		Bakouma (RCA)	✗	✗	✓

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

⁽²⁾ Trekkopje, Bagombé, Arlit et autres gisements canadiens

5.1.2.2.2. 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 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.

³⁰ Approche identique à celle retenue dans notre attestation d'équité du 12 janvier 2017, relative au prix d'émission de l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français.



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'impôt sur les sociétés 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 désendetté ⁽⁴⁾	Gearing cible ⁽⁴⁾	Taux d'IS ⁽⁵⁾	Béta endetté	Coût de la dette avant IS ⁽⁶⁾	CMPC
Areva Mines									
ARC (Canada)	0,61%	0,0%	6,6%	1,19	13,0%	26,5%	1,30	4,0%	8,5%
Katco (Kazakhstan)	0,61%	2,5%	6,6%	1,19	13,0%	20,0%	1,31	4,0%	10,8%
Somaïr (Niger)	0,61%	6,3%	6,6%	1,19	13,0%	30,0%	1,30	4,0%	14,0%
Cominak (Niger)	0,61%	6,3%	6,6%	1,19	13,0%	30,0%	1,30	4,0%	14,0%
Water (Namibie)	0,61%	2,5%	6,6%	1,19	13,0%	32,0%	1,30	4,0%	10,7%
UG trading (Allemagne)	0,61%	0,0%	6,6%	1,19	13,0%	29,8%	1,30	4,0%	8,4%

(1) Source : Banque de France, moyenne 1 an taux OAT 10 ans au 22/06/2017

(2) Source : Damodaran

(3) Source : moyenne 1 an Associés en Finance et analyse Finexsi

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

(5) Source : KPMG, "Corporate tax rate table"

(6) Source : Document de référence d'Areva SA 2016, moyenne pondérée des taux d'emprunts obligataires par la valeur nominale des emprunts obligataires au 31/12/2016

Par ailleurs, l'activité centrale regroupant les fonctions supports d'AREVA MINES, sera valorisée selon la moyenne des taux d'actualisation des différentes mines, pondéré par leur valeur d'entreprise (part AREVA). Ce taux ressort à 9,5%.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année.

Description des actifs valorisés

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

- ARC³¹ (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%³² ;

³¹ AREVA RESOURCES CANADA.

³² Via CFMM et AREVA MINES.



- WATER (Namibie) - détenue par AREVA MINES à 100%.

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

Pour cette usine, nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2040, et avons considéré une valeur terminale dans la mesure où, son 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 trading 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 ;
- des coûts supports stables sur la période.



5.1.2.2.3. 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 comparables³³, 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 *McClellan Lake* (22,5%), et *Midwest* (25%). La société est cotée sur le Toronto Stock Exchange, et est basée au Canada.
- **UOX 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.

³³ 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 d'entreprise (VE)	VE/ressources (2016)
NexGen Energy Ltd.	636 026	659 302	2,19x
Fission Uranium Corp.	230 111	198 818	1,84x
Denison Mines Corp.	265 552	224 990	1,09x
UEX Corporation	53 630	47 869	0,55x

Echantillon restreint

Moyenne	1,42x
Médiane	1,46x

Berkeley Energia Limited	137 719	108 141	1,21x
Toro Energy Limited	49 141	52 676	0,63x
Vimy Resources Limited	41 206	42 529	0,34x

Echantillon élargi

Moyenne	1,12x
Médiane	1,09x

Sources : Capital IQ, documents de référence 2016 des sociétés comparables

Capitalisations boursières au 22/06/2017 sur la base du CMPV 3 mois

Le multiple médian extériorisé par l'échantillon restreint (1,46x) 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 spécifiques³⁴.

Le multiple médian extériorisé par l'échantillon élargi (1,09x) 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 (cf. § 5.1.2.1 pour la distinction entre ressources et réserves).

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 qui induiraient une valeur très inférieure.

³⁴ IMOURAREN, situé au Niger, est un actif exceptionnel par sa taille puisqu'il constituerait 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.



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 compte tenu du niveau des investissements à engager, et/ou du coût d'extraction du minerai.

Nous avons retenu les quantités mentionnées dans le Document de référence 2016, ainsi que dans les études techniques qui peuvent, dans certains cas, être plus élevées que celles présentées dans le Document de référence 2016 de la Société.

Les autres actifs miniers du Groupe (BAKOUMA et EURONIMBA) ont été retenus pour leur valeur nette comptable au 31 décembre 2016 (42 M€), pour les raisons suivantes :

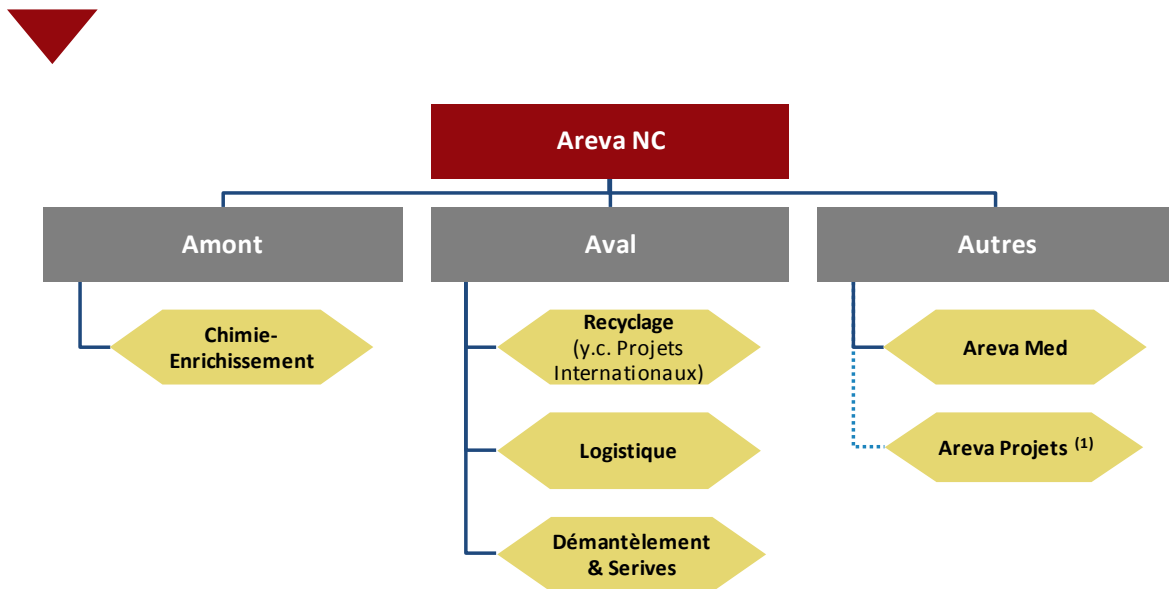
- BAKOUMA est un gisement situé en République Centrafricaine, qui présente des perspectives d'exploitation lointaines, et des obstacles importants à sa mise en œuvre (gisement situé au milieu de la forêt équatoriale, sans infrastructure pour y accéder et sans électricité) ;
- EURONIMBA est une mine de fer située en Guinée, dans laquelle AREVA détient une participation minoritaire de 13%, dont la valeur est jugée non significative. Le management nous a confirmé que la valeur comptable correspondait à la meilleure estimation de la valeur de cette mine de fer.

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 activités appartenant à AREVA NC³⁵, qui ont fait l'objet de travaux de valorisation séparés :

³⁵ Juridiquement AREVA PROJETS est directement rattachée à NEW AREVA HOLDING. Cette activité a cependant été évaluée au niveau d'AREVA NC, compte tenu de la proximité de son activité avec celle d'autres BU (notamment la BU Recyclage).



⁽¹⁾ Juridiquement Areva projets est directement rattachée à New Areva Holding et non à Areva NC

Source: Document de référence 2016 et analyse Finexsi

Les activités Amont 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 activités Aval 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 PROJETS est la filiale d'ingénierie composée d'une partie de l'activité internationale d'AREVA dans le recyclage. En particulier, elle porte une partie des futurs contrats de construction d'usines de recyclage en Chine.

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

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 activités 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 suivantes³⁶ :

		DCF	Multiples boursiers	Valeur nette comptable
Areva NC	Chimie & Enrichissement	✓	✗	✗
	Logistique	✓	✗	✗
	Recyclage	✓	✗	✗
	Démantèlement et services	✓	✗	✗
	Projets internationaux	✓	✗	✗
	Areva Med ⁽¹⁾	✓	✗	✗
Areva Projets		✓	✗	✗
Valeur des titres des autres filiales et participations		✗	✗	✓
Activité "Corporate" au niveau de NewCo		✓	✗	✗
Ajustement Fiscal au niveau de NewCo		✓	✗	✗

(1) 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 bêtas³⁷, et les *gearing*³⁸ 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 activités 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.

³⁶ Approche identique à celle retenue dans notre attestation d'équité du 12 janvier 2017 relative au prix d'émission de l'augmentation de capital réservée à l'Etat français.

³⁷ Le bêta mesure la sensibilité du rendement d'un titre aux fluctuations de l'indice de marché.

³⁸ 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 risque ⁽¹⁾	Prime de risque ⁽²⁾	Béta désendetté	Gearing cible	Taux d'IS ⁽⁶⁾	Béta endetté	Coût de la dette avant IS ⁽⁷⁾	CMPC	
Areva NC	Chimie & Enrichissement	0,61%	6,6%	0,92 ⁽³⁾	19,5% ⁽³⁾	34,4%	1,04	4,0%	6,7%
	Logistique	0,61%	6,6%	0,83 ⁽⁴⁾	69,8% ⁽⁴⁾	34,4%	1,21	4,0%	6,1%
	Recyclage : activité industrielle	0,61%	6,6%	0,85 ⁽³⁾	33,7% ⁽³⁾	34,4%	1,03	4,0%	6,2%
	Recyclage : Projets Internationaux	0,61%	6,6%	0,93 ⁽⁵⁾	33,7% ⁽³⁾	34,4%	1,14	4,0%	6,7%
	Démantèlement & Services	0,61%	6,6%	0,93 ⁽⁵⁾	33,7% ⁽³⁾	34,4%	1,14	4,0%	6,7%
	Areva Med	0,61%	6,6%	1,42 ⁽³⁾	0,0% ⁽³⁾	34,4%	1,42	4,0%	10,0%
Areva Projets	0,61%	6,6%	0,93 ⁽⁵⁾	33,7% ⁽³⁾	34,4%	1,14	4,0%	6,7%	

(1) Source : Banque de France, moyenne 1 an taux OAT 10 ans au 22/06/2017

(2) Source : moyenne 1 an 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 béta 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 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" et "Areva Projets"

(6) Source : KPMG, "Corporate tax rate table"

(7) Source : Document de référence d'Areva SA 2016, moyenne pondérée des taux d'emprunts obligataires par la valeur nominale des emprunts obligataires au 31/12/2016

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année.

5.1.3.3. Les activités « Amont » (BU Chimie-Enrichissement)

Depuis 2016, les activités Amont ne comprennent désormais plus que la Chimie, et l'Enrichissement de l'uranium ; l'activité Combustible ayant été intégrée au périmètre NEW NP.

Les indicateurs financiers présentés ci-dessous ont donc été retraités pour les années antérieures à 2016, afin de ne prendre en compte que l'activité Chimie-Enrichissement.

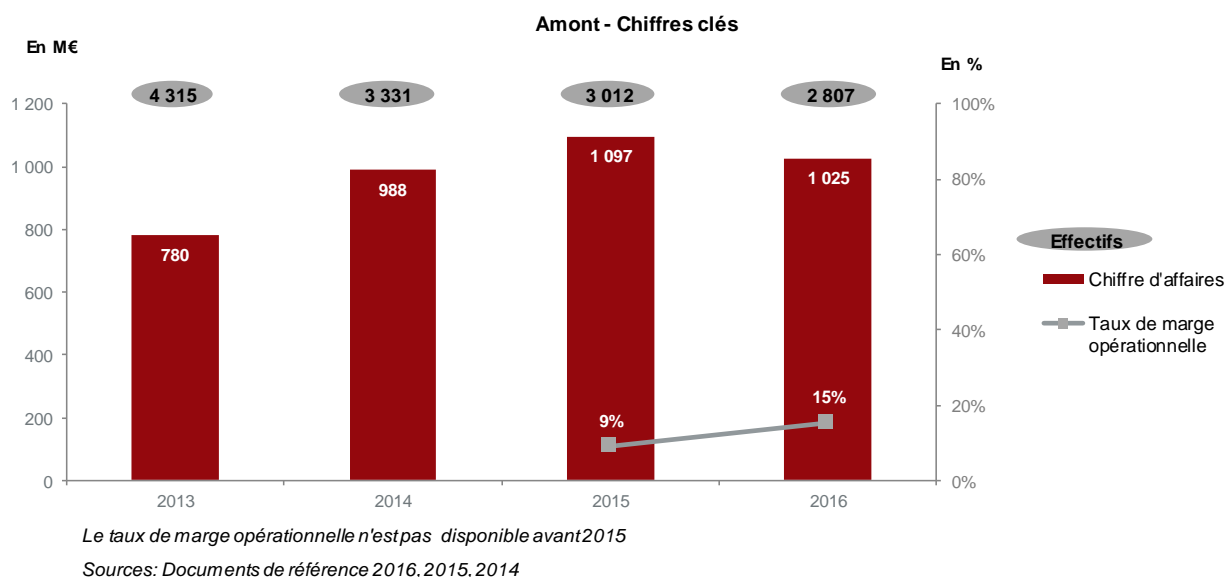
Présentation de l'activité

Dans l'amont du cycle combustible nucléaire, les activités de Chimie-Enrichissement interviennent 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 se décompose comme suit :

- Conversion : services de conversion de l'uranium naturel en hexafluorure d'uranium (UF₆). 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.



Chimie-Enrichissement - Aperçu des activités

	Conversion	Chimie	Enrichissement
Site industriel	Comurhex I (Malvési et Tricastin)	Pierrelatte (usines TU2, W, et TU5)	Georges Besse II
Capacité	14 000 tU /an		7,5 Mt UTS
Projet	Comurhex II (renouvellement 2018)		
Capacité	15 000 tU /an		

Sources : Société, Documents de référence 2016, 2015

Matrice SWOT de l'activité 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 coûteuse que la précédente).
- Carnet de commande important, offrant une visibilité supérieure à 10 ans et avec des prix contractuels souvent supérieurs à ceux du marché actuel.

Faiblesses

- Impossibilité d'accéder au marché Russe, largement dominé par Rosatom.

Opportunités

- Mise en production en 2016 de l'usine de conversion Comurhex II à Malvézi et livraison de l'usine de Pierrelatte en 2018.
- Peu d'acteurs concurrents sur les marchés de la conversion et de l'enrichissement (barrières à l'entrée).

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.
- Exposition à la variation du cours de l'uranium

Evaluation de l'activité 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 »

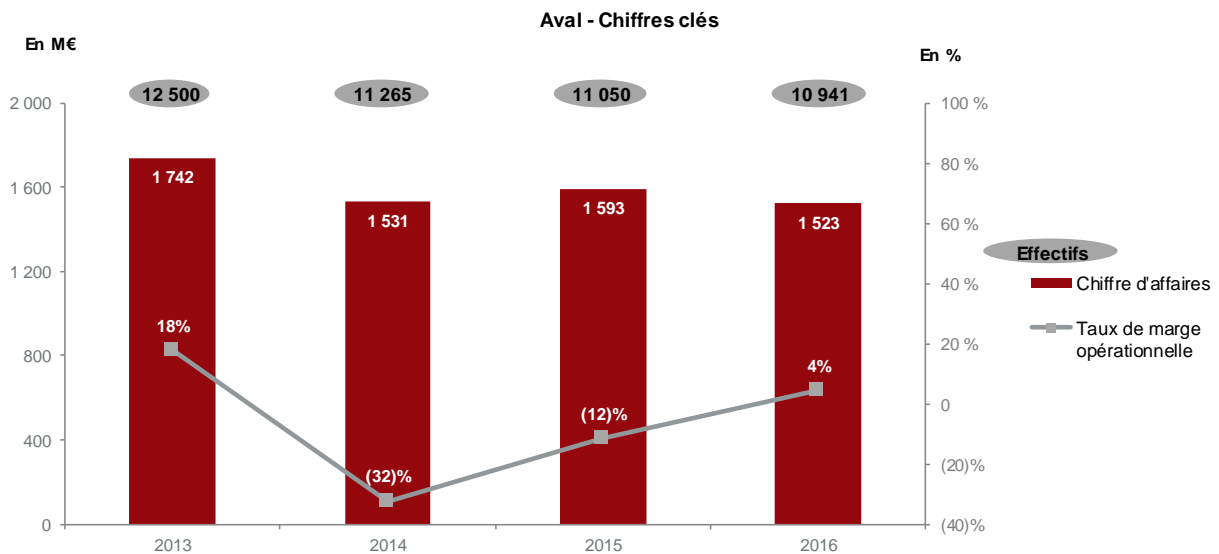
Le management nous a communiqué un plan d'affaires sur la période 2017-2059 correspondant à la durée du cycle industriel de l'usine.

Activité « Solde »

Le management nous a communiqué un plan d'affaires relatif à l'ensemble de la BU avec un horizon explicite jusqu'en 2026. 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'UTS³⁹ 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. Les activités « Aval »

Les activités Aval regroupent les activités de la logistique nucléaire, du recyclage, du démantèlement et services, et de la gestion des filières déchets.



Sources: Documents de référence 2016, 2015, 2014

³⁹ La production d'une usine d'enrichissement s'exprime en Unité de Travail de Séparation (UTS).



5.1.3.4.1. BU Logistique Nucléaire

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 ATR⁴⁰.

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, entraînant 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.

Logistique - Aperçu des activités

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

Sources : Société, Documents de référence 2016, 2015

⁴⁰ Accord Traitement Recyclage.



Matrice SWOT de l'activité Logistique

Forces

- Acteur de référence présent sur les 4 principaux segments du cycle combustible nucléaire: stockage, transport amont et aval (y.c déchets).
- Leader mondial de la logistique Aval et leader du marché de l'entreposage à sec aux US, le plus prometteur du segment.
- Activité régulière et soutenue, bénéficiant d'un contrat important avec EDF (contrat cadre ATR).
- Forte intégration de TN sur ses marchés favorisant son positionnement sur des marchés à la réglementation disparate.

Faiblesses

- Transport Amont: activité surtout interne, très compétitive et à faible rentabilité.
- Transport Aval : importance de la relation avec EDF, qui exerce une pression sur les prix.

Opportunités

- Croissance attendue sur le marché du stockage intérimaire à sec, notamment aux USA et en Asie.
- Croissance attendue dans le transport aval sur les prochaines années (notamment Japon, Chine, Espagne et USA).
- Déchets: croissance attendue dans les grands pays du nucléaire (USA, France, Chine...), notamment en lien avec le démantèlement des sites.

Menaces

- Arrivée de nouveaux entrants entraînant une concurrence accrue.
- Existence d'un cadre réglementaire strict, évolutif et différent selon les pays.
- Certains marchés restent inaccessibles: Russie et Europe de l'Est notamment.
- Marché du transport Aval difficile à pénétrer, limité aux pays ayant des besoins en recyclage, entreposage et dépôts de matières nucléaires.

Evaluation de l'activité Logistique Nucléaire

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2026 du management.

Cependant, l'activité de cette BU étant étroitement liée au contrat cadre ATR⁴¹ 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 1,3% sur la période ;
- Une marge d'EBITDA stable ;
- Un impôt normatif de 34,43% jusqu'en 2019 puis de 28,92%.

⁴¹ 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.

5.1.3.4.2. Recyclage (Activité industrielle et Projets Internationaux)

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 URE⁴², ou entreposé sous forme stable, et le plutonium (1%) est recyclé sous forme de MOX⁴³ (dont AREVA est le 1^{er} 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 savoir-faire 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. Depuis 2017, cette activité industrielle est répartie entre la ligne de métier « Projets internationaux », et AREVA PROJET (voir ci-après). En effet, cette dernière porte aujourd'hui, une partie des revenus, et de la marge des contrats en négociation sur la construction d'usines en Chine.

⁴² Uranium Recyclé et Ré-Enrichi.

⁴³ Mixed Oxyde Fuel.



Recyclage - Activité industrielle

Usines	La Hague	Melox
Année de mise en service / 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 permet de recycler le plutonium issu des combustibles usés traités à La Hague
Réalisé en 2016	1205 t de combustibles usés traités	124,6 t de MOX produites
Capacité	1 700 t /an	195 t /an

Sources : Société, Documents de référence 2016, 2015

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 l'exploitation de sites existants	Fourniture de services aux installations aval. Gestion des combustibles usés et des déchets (entreposage, stockage). Exploitation d'installations de recyclage.	- Japon: management d'usines de retraitement - USA: exploitation de l'usine de fabrication de MOX
Démantèlement et assainissement	Prise en charge du démantèlement et de l'assainissement d'installations nucléaires (réacteurs, usines,...).	- USA: exploitation et assainissement

Sources : Société, Documents de référence 2016, 2015



Matrice SWOT de l'activité 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.
- vieillissement de certaines usines, source d'investissements coûteux.

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
- Cadre réglementaire 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 l'activité 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.

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 réglementation 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 réglementaire 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 »⁴⁴, 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.

⁴⁴ 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).



Evaluation de l'activité Recyclage

Nous avons mené nos travaux sur la base de 2 plans d'affaires distincts établis par le management sur la période 2017-2026.

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 1,5% sur la période ;
- Des aléas positifs liés aux investissements sur la période 2021-2024 ;
- La consommation d'une partie des avances clients à partir de 2027 ;
- Un impôt normatif de 34,43% jusqu'en 2019 puis de 28,92%, 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 2026, traduisant la montée en puissance de contrats à l'export, puis un retour progressif à un niveau normatif ;
- Un impôt normatif de 34,43% jusqu'en 2019, puis de 28,92%.

Flux normatif

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

- Un chiffre d'affaires normatif ;
- Une marge d'EBITDA en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite.



5.1.3.4.3. Démantèlement & Services

Présentation de l'activité

L'activité Démantèlement & Services assure le pilotage, et la réalisation de projets de Démantèlement sur les sites nucléaires français, et réalise des prestations de Services aux exploitants sur les sites nucléaires français : 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.

Démantèlement & Services - Aperçu des activités

Activités	Description
Démantèlement Fin 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 Opérateur Industriel (DOI)	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 Nucléaires (MSN)	Opérations de maintenance spécialisée, de décontamination, d'intervention mécanique... Logistique nucléaire, assistance opérationnelle à la conduite et à la gestion des installations.
Prestation Logistique Intégrée (PLI)	Logistique d'intervention pour les centrales nucléaires, en exploitation ou à l'arrêt. Pose et dépose d'échafaudages, confection des sas, travaux d'isolation lors de maintenance.
Radioprotection Environnement 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 : Société, Documents de référence 2016, 2015



Matrice SWOT de l'activité 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 réglementaire et les exigences des installations sont génératrices de complexité et de coûts.
- Manque de visibilité sur le marché naissant du démantèlement.

Evaluation de l'activité Démantèlement & Service

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2017-2026 communiqué par le management et représentant 100% du périmètre de la BU (incluant les actionnaires minoritaires).

Nous avons retraité de 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 2,3% ;
- Une marge d'EBITDA et un niveau d'investissements stables ;
- Un impôt normatif de 34,43% jusqu'en 2019, puis de 28,92%.



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 sur des bases identiques.

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

5.1.3.4.4. Areva Projets

Présentation de l'activité

Dans le cadre de la transformation du Groupe, les équipes d'ingénierie ont été réorganisées à partir d'une structure mutualisée (direction opérationnelle transverse) en organisations d'ingénierie portant sur (i) les réacteurs et (ii) sur le cycle du combustible.

Dans ce contexte, les équipes d'ingénierie dont l'activité porte sur les usines et installations du cycle ont été regroupées dans la BU AREVA PROJETS au sein de NEW AREVA HOLDING.

Les activités d'AREVA PROJETS concentrent les expertises de l'ingénierie du cycle du combustible nucléaire pour le compte des installations du groupe et de clients externes. Ses prestations vont de l'ingénierie de support à l'exploitant jusqu'à des missions complètes de type EPCM (*Engineering, Procurement, Construction, Management*).

Ses domaines d'intervention concernent l'ensemble des activités du groupe : les mines, la chimie de l'uranium, l'enrichissement, le combustible nucléaire, le recyclage de combustibles usés, le démantèlement et la gestion des déchets.

AREVA PROJETS est l'ingénierie de référence pour les investissements de NEW AREVA HOLDING. Ses relations avec les autres BU du Groupe sont matérialisées par un contrat-cadre interne pour les années allant de 2017 à 2021.

En particulier, AREVA PROJETS devrait porter une partie de l'activité attachée au projet en discussion sur la construction d'usines de recyclage en Chine par la BU Recyclage.



Matrice SWOT de l'activité Areva projets

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.

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 réglementation importante de l'activité nucléaire peut permettre à Areva de mieux se positionner que ses concurrents non spécialisés.

Menaces

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

Evaluation de l'activité Areva Projets

Le plan d'affaires du management établi sur la période 2017-2026 a été extrapolé par nos soins jusqu'en 2035 afin de capter la valeur attachée aux principaux contrats actuellement en cours de négociation de façon analogue à l'évaluation de la ligne de métier « Projets internationaux ».

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sur la période 2017-2035 sont les suivantes :

- Un chiffre d'affaires en croissance jusqu'en 2025, traduisant la montée en puissance de contrats à l'export puis un retour progressif à un niveau normatif ;
- Un impôt normatif de 34,43% jusqu'en 2019 puis de 28,92%.



Flux normatif

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

- Un chiffre d'affaires normatif tel qu'indiqué par le management ;
- 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.

5.1.3.4.5. Areva Med

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 apparaît 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 d'essais pré-cliniques (avant d'obtenir une autorisation de mise sur le marché, un médicament doit valider avec succès 3 phases d'essais cliniques – Cf. § taux de réussite ci-après).

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 de haute pureté.
- Partenariat avec des laboratoires de premier plan pour le développement de médicaments (notamment Roche).
- Deux laboratoires de production en France, et au Texas (USA).
- Développement et coordination du projet CARAT visant à développer une filière française d'excellence en médecine nucléaire, soutenue par le commissariat général à l'investissement (CGI)

Faiblesses

- Portefeuille de produits à un stade de développement précoce (pre-clinique).
- L'oncologie est la filière ayant le taux d'aboutissement le plus faible en matière de recherche médicale (5 à 10%).
- Développement de l'activité nécessitant des ressources financières sur les prochaines années (dépenses en R&D et investissements nécessaires pour la production du plomb-212 en quantité) avant de générer des bénéfices.

Opportunités

- Augmentation de l'incidence des cancers au niveau mondial.
- Rareté du plomb-212 de haute pureté.

Menaces

- Dépendance envers des laboratoires partenaires, nécessaires au développement des médicaments.
- Taux d'attrition dans le développement de nouveaux traitements pharmaceutiques.

Evaluation d'Areva Med

Le management nous a communiqué un plan d'affaires correspondant à 2 partenariats en cours. Ce plan d'affaires a été établi sur la période 2017-2035 puis extrapolé jusqu'en 2040 et prévoit 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 la durée théorique de commercialisation des médicaments 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 du plan d'affaires.

Taux de réussite

Le plan d'affaires communiqué par le management suppose la mise sur le marché de molécules actuellement en phase pré-cliniques (phase antérieure à la 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, segment sur lequel intervient AREVA MED aujourd'hui).

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

Etudes	Phase 1 jusqu'à succès	Phase 2 jusqu'à succès	Phase 3 jusqu'à succès	NDA / BLA 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 d'essais pré-cliniques, et qu'un taux de succès de 20% correspond davantage à ses propres anticipations.

Pour cette raison, nous avons choisi de retenir un taux de succès élevé de 20% sur ce plan 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 2016-2026 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 EBITDA moyen de -100 M€ sur la période ;
- Des investissements moyens de 6 M€ par an.



Flux normatif

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

- Un résultat opérationnel de -100 M€ ;
- 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 7,65%.

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% jusqu'en 2019 puis au taux de 28,92%) due au niveau de l'entité juridique (AREVA NC ou NEW AREVA Holding) et, par différence avec les charges d'impôts présentes dans les DCF⁴⁵, 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

L'intégration fiscale au niveau d'AREVA NC regroupe les BU Chimie Enrichissement (hors SET), Recyclage, Démantèlement et Services et Projets Internationaux⁴⁶. 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 :

⁴⁵ 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.

⁴⁶ SET ainsi que les BU Logistique, AREVA Projets et AREVA MED ne font pas partie de l'intégration fiscale au niveau d'AREVA NC.



- 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 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, d'AREVA PROJETS, 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).

L'intégration fiscale au niveau de NEW AREVA HOLDING ne devrait être effective qu'à compter de septembre 2017. Ces effets n'ont par conséquent été modélisés qu'à compter de 2018. Concernant l'économie 2017, l'estimation a été faite par le management.

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	(1 372)
Passifs net des obligations de fin de cycles (OFC) estimés au 30/06/2017	(797)
VE des autres filiales (dont Areva Insurance & Reinsurance)	(74)
Avantages au personnel	(561)
Autres	84
Total	(2 719)

- Les provisions courantes et non courantes présentant un caractère décaissable (-1.372 M€), ainsi que les avantages au personnel (-561 M€) relatifs à NEW AREVA HOLDING, non inclus dans les flux des différents DCF, sont déterminés sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2016 ;
- Le passif net des obligations de fin de cycle (OFC), correspondant à la différence entre les passifs estimés par le management au 30 juin 2017, et les actifs du fonds dédié à la même date, est déterminé en tenant compte des plus-values latentes non comptabilisées sur certains actifs ;
- La valeur d'entreprise des autres filiales détenues par NEW AREVA HOLDING inclut 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	3 301
Areva NC (y compris Areva Projets)	6 979
Coûts corporate et ajustement de fiscalité	(355)
Autres éléments intégrés dans la valeur d'entreprise	(2 719)
Total	7 205

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 31 décembre 2016, tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de NEW AREVA HOLDING à cette même date ;
- Du cash-flow opérationnel, et non-opérationnel généré par NEW AREVA HOLDING au premier semestre 2017, tel qu'estimé par le management.



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

en M€	
<i>Dette financière</i>	(5 873)
<i>Trésorerie</i>	1 434
<i>Dérivés sur opérations de financement</i>	49
<i>Dette financière (au 31/12/2016)</i>	(4 390)
Cash-flow (opérationnel et non opérationnel) du S1 2017 estimé par le management	(289)
Autres actifs financiers	2
Total	(4 677)

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	7 205
Eléments de passage à la valeur des fonds propres (dette financière et autres)	(4 677)
<i>Valeur des fonds propres de New Areva Holding</i>	2 528

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 d'environ 3 Mds€ de NEW AREVA HOLDING, serait souscrite par des investisseurs stratégiques aux côtés de l'Etat.

Dans ce cadre, deux investisseurs stratégiques, MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (MHI), et JAPAN NUCLEAR FUEL LIMITED (JNFL) se sont engagés à prendre une participation de 10% au capital de NEW AREVA HOLDING, pour un montant total d'environ 500 M€. Sur cette base, NEW AREVA HOLDING serait valorisée 5 Mds€, post réalisation des deux augmentations de capital à venir⁴⁷ pour un montant total de 3 Mds€, soit une valeur de 2 Mds€ pré-augmentations de capital (18,93€/action)⁴⁸.

Ce montant de 2 Mds€ est à rapprocher de notre estimation de l'actif net réévalué de NEW AREVA HOLDING, qui s'établit à 2.528 M€.

Dans le cadre de notre évaluation, nous avons retenu le montant le plus favorable pour l'actionnaire d'AREVA, soit 2.528 M€.

⁴⁷ La première étant réservée à l'Etat français pour un montant d'environ 2,5 Mds€, et la seconde aux deux investisseurs stratégiques pour un montant d'environ 500 M€.

⁴⁸ 2.000M€ / 105.661.110 actions NEW AREVA HOLDING pré-augmentations de capital.



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 ou 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.

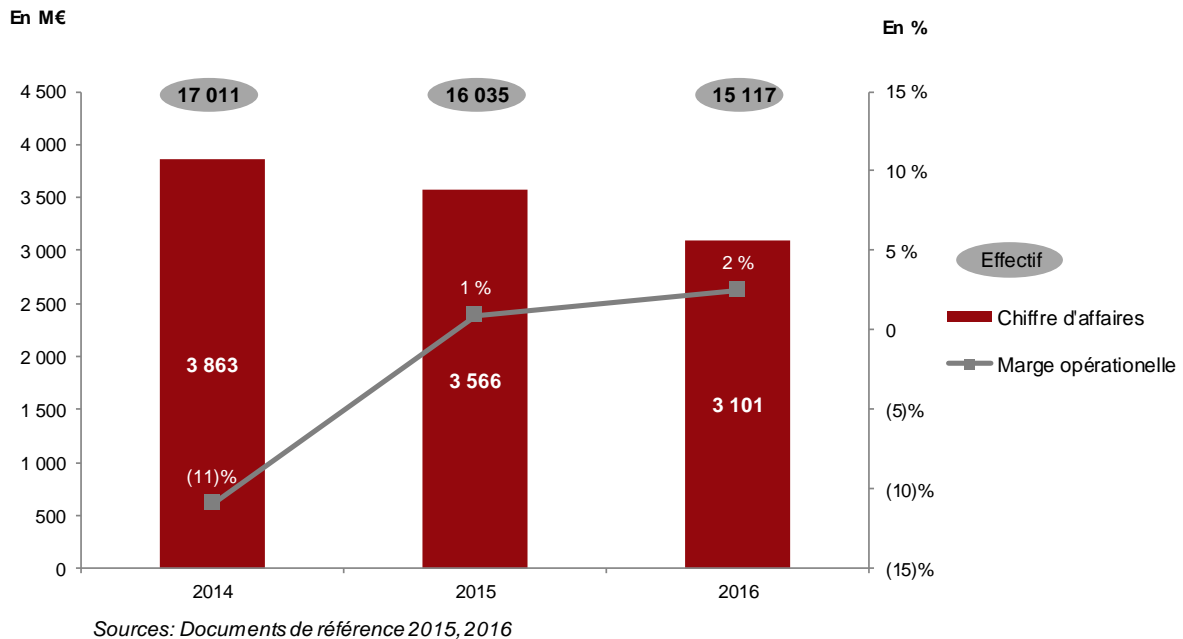
AREVA NP - Aperçu des activités

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).	-Zirconium: plan de transformation pour améliorer la performance - Europe: démolition du 1er bâtiment 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 & SERVICES 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 contrats de fourniture de systèmes de recombinés et de ventilation 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 qualité - Fabrication de couvercle de cuve
Produits et 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 d'ilot nucléaire et du contrôle-commande du réacteur Astrid

Source: Document de référence 2016, 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 8x⁴⁹. »

⁴⁹ 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'ASN⁵⁰ 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. »

AREVA a par ailleurs pris l'engagement de céder la totalité de sa participation dans NEW NP d'ici 2019.

La réalisation de la cession du contrôle à EDF devrait intervenir en fin d'année 2017.

Enfin, EDF a annoncé dans un communiqué de presse du 10 juillet 2017, la signature d'accords engageants pour l'entrée de deux investisseurs stratégiques au capital de NEW NP, à hauteur de 20% à 24,5%. Le prix de cession pour 100% de la valeur des fonds propres est identique à celui fixé pour la cession du contrôle de NEW NP par Areva à EDF : « 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 ».

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 Mds€ (pour 100% du capital) a été négocié entre deux entreprises contrôlées par l'Etat français, 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 ;

⁵⁰ Autorité de Sûreté Nucléaire.



- 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. La part résiduelle du complément de prix opérationnel (25% environ) s'appuie sur une surperformance au-delà du plan d'affaires présenté à EDF, reflétée dans le plan d'affaires du management d'AREVA NP, mis à jour en 2017. Dans ces conditions, le complément de prix a été retenu dans sa globalité ;
- 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 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.

Compte tenu de ce qui précède, nous avons estimé AREVA NP à une valeur de 2.849 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	2 500
Autres ajustements	349
Total	2 849

Les autres ajustements sont principalement composés du complément de prix opérationnel retenu à 100%, 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 et de CAPEX au closing, et de la prise en compte de compensations concernant des régimes de pensions particuliers.

La cession devant intervenir fin 2017, ces montants n'ont pas été actualisés, à l'exception du complément de prix dont le paiement est attendu en 2019, et qui a été actualisé au taux sans risque.

5.3. LEGACY Co

5.3.1. 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.



5.3.2. OL3 – 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 EPR⁵¹ 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 électrique 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 10 années de retard.

Au titre de l'exercice 2016, les coûts à terminaison ont augmenté de 122 M€ par rapport à 2015. Cette augmentation s'explique principalement par des surcoûts opérationnels. La perte à terminaison reconnue au 31 décembre 2016 a été portée à 5,6 Mds€.

« Le projet, qui entre dans sa phase d'essais intégrés qui conduira au chargement du combustible dans le réacteur, requiert un engagement opérationnel fort de TVO et son implication, plus que jamais nécessaire, à la bonne tenue du calendrier jusqu'à la mise sur le réseau.

Des incertitudes demeurent sur la fin du projet. D'une part, d'un point de vue contractuel, TVO continue à s'en tenir à une interprétation stricte du contrat. TVO rejette ainsi tout transfert de responsabilité progressive que les contraintes opérationnelles futures, en particulier, celles liées à la mise en exploitation nucléaire débutant au chargement du combustible, pourraient nécessiter.

Par ailleurs, le principal point d'achoppement porte sur les modalités de finalisation du projet dans le cadre de la restructuration mise en œuvre par AREVA, en particulier sur le point des ressources allouées au projet sur les plans financier et opérationnel. En l'absence d'accord et comme le demande expressément TVO, le projet doit rester inchangé dans sa forme contractuelle.»⁵²

⁵¹ European Pressurized Reactor.

⁵² Source : Document de référence 2016.



L'achèvement du projet

Aujourd'hui, le calendrier du chantier est conforme à celui remis à TVO le 14 octobre 2016.

« Au cours de l'année 2016, la construction de l'EPR d'Olkiluoto 3 a progressé en respectant les jalons du chemin critique même si des retards ont été enregistrés sur les tâches sous-critiques. Les principaux jalons franchis ont été :

- la remise du dossier de demande d'autorisation d'exploitation (OLA-Operating Licence Application) le 13 avril 2016 ;
- la finalisation des tests de fonctionnement des armoires de la partie production (TXP) ;
- la conduite des essais du simulateur pleine échelle qui se sont achevés par la réception par TVO et STUK le 14 octobre 2016 ;
- la mise en eau du circuit nucléaire qui s'est déroulé du 17 octobre au 3 novembre 2016 ;
- les essais fonctionnels cuve ouverte qui ont démarré le 19 novembre et qui se sont terminés le 13 Janvier 2017 suivant les prévisions. »⁵³

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 31 décembre 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.

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, le Consortium et ses conseils estiment que les allégations de faute lourde/intentionnelle exposées dans la réclamation de TVO restent injustifiées. »⁵⁴

⁵³ Source : Document de référence 2016.

⁵⁴ Source : Document de référence 2016.



Compte tenu de ces éléments, il n'est pas possible d'anticiper les conclusions du Tribunal arbitral, 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 l'OPR-RO, pour apprécier le traitement de l'actionnaire d'AREVA.

5.3.3. Activités cédées, 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 § 1.1), la bioénergie, et le solaire.

Comme nous l'avons vu, la cession à GAMESA de la participation d'AREVA dans ADWEN est intervenue le 5 janvier 2017. Toutefois, les flux liés au décaissement potentiel des garanties accordées dans le cadre de la cession sont inclus par prudence dans le périmètre de LEGACY CO.

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.

5.3.4. Evaluation de LEGACY Co

L'évaluation de LEGACY CO inclut les flux liés à l'achèvement du projet OL3, aux activités cédées (garanties), ou abandonnées (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 0,61% correspondant au taux OAT 10 ans (moyenne 1 an au 22/06/2017).

Sur ces bases, il ressort une valeur de LEGACY CO de -2.425 M€.



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

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'AREVA SA ont été déterminés sur la base :

- De la dette financière, et de la trésorerie, telles qu'elles ressortent des comptes consolidés d'AREVA SA au 31 décembre 2016 ;
- Du cash-flow opérationnel, et non-opérationnel correspondant à l'estimation du management pour ce qui concerne la génération de cash d'AREVA SA, au premier semestre 2017.

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

en M€

Dette financière	(2 182)
Trésorerie et équivalents	(587)
Instruments financiers et appels de marge	24
Dette financière nette au 31/12/2016	(2 745)
Cash-flow (opérationnel et non opérationnel) du S1 2017	(132)
Autres provisions et dettes non opérationnelles	(3)
Autres titres mis en équivalence	10
Total	(2 870)

5.5. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2017 (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 (222.984 actions).

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 382.241.378 actions.

5.6. 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	2 528
Cession ANP	2 849
LegacyCo	(2 425)
Eléments de passage à la valeur des fonds propres (dette financière et autres)	(2 870)
Actif net réévalué	83
Nombre d'actions (en millions)	382,2
Valeur par action Areva SA (en €)	0,22

Il ressort une valeur intrinsèque par action AREVA SA de 0,22 €.

5.7. Impact des augmentations de capital sur la valeur intrinsèque de l'action AREVA SA

Nous présentons ci-après l'impact des augmentations de capital sur la valeur de l'action AREVA SA, en déterminant les valeurs par action, (i) après la réalisation de l'Augmentation de capital d'AREVA SA du 12 juillet 2017, pour un montant de 2 Mds€, puis (ii) après réalisation de cette Augmentation de capital d'AREVA SA, et des augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING, pour un total de 3 Mds€, prévues respectivement fin juillet, et fin décembre 2017.

Valeur par action d'AREVA SA après réalisation de l'Augmentation de capital réservée d'AREVA SA, pour un montant de 2 Mds€

Impact de l'Augmentation de capital d'Areva SA

Valeur des fonds propres d'Areva SA (valeur centrale ANR)	83 M€	a
Nombre d'actions (avant augmentation de capital)	382 241 378	b
Valeur par action	0,22 €	c = a/b
Augmentation de capital d'Areva SA (4,50 € par action)	2 000 M€	d
Nombre d'actions à émettre	444 444 444	e = d / 4,5
Valeur des fonds propres d'Areva SA post augmentation de capital	2 083 M€	f = a+d
Nombre total d'actions Areva SA post augmentation de capital (hors auto-détention et contrat de liquidité)	826 685 822	b+e
Valeur intrinsèque par action d'Areva SA post augmentation de capital d'Areva SA	2,52 €	

Il ressort de ce calcul que l'Augmentation de capital d'AREVA SA aura un impact relatif important sur la valeur par action dans la mesure où, le prix retenu pour cette opération (4,50 € par action) s'avère très supérieur à la valeur intrinsèque de la Société (0,22 € par action en valeur centrale selon nos travaux).

Valeur par action d'AREVA SA après réalisation de l'Augmentation de capital réservée d'AREVA SA, pour un montant de 2 Mds€, et de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING de 2,5 Mds€ (Etat français)

Impact cumulé de l'Augmentation de capital réservée d'Areva SA et de la Première augmentation de capital de New Areva Holding

Valeur des fonds propres de New Areva Holding (ANR)	2 528 M€	a
Participation d'Areva SA dans New Areva Holding avant augmentation de capital	100%	
1ère augmentation de capital de New Areva Holding (Etat français)	2 500 M€	b
Valeur des fonds propres de New Areva Holding post augmentation de capital	5 029 M€	c=a+b
Participation d'Areva SA dans New Areva Holding post augmentation de capital	44%	d
Valeur de la participation d'Areva SA dans New Areva Holding post augmentation de capital	2 235 M€	e= c x d
Impact sur la valeur des fonds propres d'Areva SA	-294 M€	f= e - a
Valeur des fonds propres d'Areva SA post augmentation de capital (cf tableau ci-dessus)	2 083 M€	g
Valeur des fonds propres d'Areva SA post augmentations de capital d'Areva SA et de New Areva Holding (1ère augmentation de capital)	1 790 M€	f+g
Valeur par action d'Areva SA post augmentations de capital d'Areva SA et de New Areva Holding (1ère augmentation de capital)	2,17 €	



Valeur par action d'AREVA SA après réalisation de l'Augmentation de capital réservée d'AREVA SA, pour un montant de 2 Mds€, et des augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING pour un total de 3 Mds€ (Etat français 2,5Mds€, MHI & JNFL 500M€)

Impact cumulé des augmentations de capital d'Areva SA et de New Areva Holding

Valeur des fonds propres de New Areva Holding (ANR)	2 528 M€	a
Participation d'Areva SA dans New Areva Holding avant augmentation de capital	100%	
Augmentation de capital (Etat français et investisseurs tiers)	3 000 M€	b
Valeur des fonds propres de New Areva Holding post augmentation de capital	5 529 M€	c=a+b
Participation d'Areva SA dans New Areva Holding post augmentation de capital	40%	d
Valeur de la participation d'Areva SA dans New Areva Holding post augmentation de capital	2 211 M€	e= c x d
Impact sur la valeur des fonds propres d'Areva SA	-317 M€	f= e - a
Valeur des fonds propres d'Areva SA post augmentation de capital (cf tableau ci-dessus)	2 083 M€	g
Valeur des fonds propres d'Areva SA post augmentations de capital d'Areva SA et de New Areva Holding	1 766 M€	f+g
Valeur par action d'Areva SA post augmentation de capital d'Areva SA et de New Areva Holding	2,14 €	

La prise en compte des augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING en complément de celle d'AREVA SA, a un effet légèrement dilutif sur la valeur par action d'AREVA SA en raison d'un prix de souscription, déterminé sur la base d'une valeur de NEW AREVA HOLDING de 2 Mds€, inférieur à la valeur que nous avons retenue pour cette dernière (2.528 M€ selon nos travaux).

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) sur la base de la valeur extériorisée par la méthode de l'actif net réévalué, à savoir 83 M€ pour les fonds propres d'AREVA SA (soit 0,22 € par action).

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. 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 de la croissance à l'infini				
		(0,20)%	(0,10)%	-	0,10 %	0,20 %
Variation du taux d'actualisation	(0,20)%	314	339	366	393	422
	(0,10)%	174	197	221	247	273
	-	40	61	83	107	131
	0,10 %	(89)	(69)	(49)	(28)	(5)
	0,20 %	(213)	(195)	(176)	(156)	(136)



Nous retiendrons à l'issue de cette analyse, une fourchette de valeur comprise entre -69 M€ (soit - 0,18 € par action), et 247 M€ (soit 0,65 € par action), avec une valeur centrale de 83 M€ (soit 0,22 € 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 2016, 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.

Rappelons que les trajectoires financières fournies par AREVA pour notre évaluation reposent toutes sur un taux de conversion de 1,15 USD pour 1 €, à compter de 2019, 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

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
FMI	1,12	1,12	1,13	1,13	1,13
Bloomberg	1,09	1,14	1,16	1,17	1,21
BMI	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 simule une variation de plus ou moins 0,1€/USD dans les trajectoires financières des BU, impactées par les variations €/USD (BU Mines et Chimie & Enrichissement). 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 -452 M€ à +743 M€, pour une variation de -/+0,1 point du cours du dollar, soit un impact de -1,18 € à 1,94 € 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 simule une variation de plus ou moins 5 USD/lb dans la trajectoire financière de la BU Mines, et de plus ou moins 5 EUR/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 -115 M€ à +408 M€, aux variations du prix de l'uranium et de l'UTS mentionnées ci-avant, soit un impact de -0,30 € à +1,07 € 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 2016⁵⁵, les activités exercées par AREVA comportent des risques substantiels qui constituent autant d'aléas négatifs au regard de notre évaluation.

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.

⁵⁵ « 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 sûreté/sécurité ou d'actes de malveillance, le groupe devrait faire face à une responsabilité substantielle ou à des surcoûts significatifs d'exploitation. »



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 apparaît extrêmement large en l'état de la procédure d'arbitrage. Plusieurs scénarii ont été construits et simulés, et constituent autant d'aléas négatifs que positifs.

Nous avons examiné ces différents scénarii chiffrés et probabilisés, pour apprécier le traitement de l'actionnaire minoritaire d'AREVA.

6. Objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

Comme indiqué au § 3.2.3, nous avons étudié les notes d'analystes qui suivent la valeur AREVA, en se positionnant à la date de référence du 15 juin 2016. Nous présentons également, pour information, les dernières notes publiées à la date du présent rapport.

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

Analyste	Date de publication	Cours à la date de rédaction de la note	Objectif de cours	Recommandation	Prime induite sur le prix d'offre de 4,50 € sur l'objectif de cours
CM-CIC Market solutions	26-févr.-16	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 dans sa note du 26 février 2016 apparaît manifestement incohérente avec le cours de bourse à la date de publication de la note (3,70 €), qui était sensiblement inférieur à l'objectif de cours de 7,00 €. 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'Offre 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. Le prix d'Offre est donc supérieur aux objectifs de cours des analystes, ce qui est favorable aux actionnaires d'AREVA pour lesquels la dilution sera ainsi limitée.

Pour information, les derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant l'émission du présent rapport, ont évolué comme suit :

- CM-CIC MARKET SOLUTION et NATIXIS ont publié de nouvelles analyses, et n'ont pas fait évoluer leurs objectifs de cours, qui restent inchangés à respectivement 7,00 € et 4,04 € ;
- KEPLER CHEVREUX a rehaussé son objectif de cours à 4,50 € afin de s'aligner sur le prix d'Offre ;
- ODDO SECURITIES a cessé de suivre le cours.



7. Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre informatif)

L'Assemblée générale d'AREVA a approuvé, le 3 février 2017, l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français d'un montant d'environ 2 Mds€, au prix de 4,50 € par action.

Le prix proposé dans le cadre de l'OPR-RO est identique à celui retenu pour l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français, soit 4,50 € par action.

8. Accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Le projet de note d'information établi par l'Etat français en date du 12 juillet 2017, mentionne les accords suivants, qui pourraient avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre.

8.1. Engagements d'apport

« Aux termes d'engagements d'apport conclus au premier semestre 2017, quatre des principaux actionnaires d'Areva se sont engagés à apporter à l'Offre, le premier jour de l'Offre, l'intégralité des actions Areva qu'ils détiennent à savoir :

- *le 11 avril 2017, Total s'est engagée à apporter les 3.640.200 actions qu'elle détient dans la Société ;*
- *le 13 avril 2017, Kuweit Investment Authority (KIA) s'est engagée à apporter les 18.461.538 actions qu'elle détient dans la Société ;*
- *le 19 avril 2017, Bpifrance Participations SA s'est engagée à apporter les 12.712.910 actions qu'elle détient dans la Société ; et*
- *le 24 avril 2017, EDF s'est engagée à apporter les 8.571.120 actions qu'elle détient dans la Société.*

Les engagements d'apport portent sur un total de 43.385.768 actions de la Société représentant, à la date du présent projet de note d'information, 5,24% du capital et 6,20% des droits de vote de la Société.

Ces engagements d'apport permettraient à l'État de détenir au moins 97,46 % du capital et 97,88 % des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre. »

Nous avons eu accès aux différents engagements d'apport conclus avec les actionnaires mentionnés ci-dessus.



Ces engagements ne comportent aucune contrepartie financière ou autre, de la part d'AREVA ou de l'Etat français, ni aucune disposition de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour les différents groupes d'actionnaires.

Nous relevons par ailleurs, que ces engagements d'apport permettront à l'Etat français de détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, lui permettant ainsi de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire.

8.2. Convention d'avance de trésorerie au bénéfice du CEA

« Afin de permettre au CEA de poursuivre son programme d'assainissement-démantèlement, l'État a, conformément à une convention-cadre en date du 19 octobre 2010 (telle que modifiée le 10 janvier 2012), consenti au CEA le 13 juillet 2016 (modifié par un avenant signé en date du 7 juillet 2017) une avance de trésorerie d'un montant de 376 millions d'euros remboursable en actions Areva (i) au Prix de l'Offre, dans les 6 semaines suivant le jour où la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre sera devenue définitive ou (ii) à défaut d'offre publique, au plus tard le 1er décembre 2017, sur la base d'un prix moyen pondéré par les volumes».

Dans le cadre de la présente Opération, l'avance sera remboursée à l'Etat sur la base d'une valeur de 4,50 € par action AREVA, ce qui correspond exactement au prix proposé aux autres actionnaires de la Société.

Les dispositions de cette convention ne sont donc pas selon nous susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

8.3. Evolution de l'actionnariat de la Société

« Suite au dépôt du projet d'Offre, l'État conclura avec le CEA un protocole aux termes duquel le CEA échangerait les actions Areva qu'il détient contre des actions New Areva Holding détenues par l'État à la suite de la Première Augmentation de Capital de New Areva Holding.

Cet échange serait réalisé sur la base des valorisations après réalisation de l'Augmentation de Capital d'Areva et de la Première Augmentation de Capital de New Areva Holding selon la méthode de l'actif net réévalué figurant dans le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Finexsi représenté par Monsieur Olivier Péronnet, désigné par Areva afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, soit 2,17 euros par action Areva détenue par le CEA (0,22 euro par action avant réalisation de l'Augmentation de Capital d'Areva et de la Première Augmentation de Capital de New Areva Holding) et 21,15 euros par action New Areva Holding (23,93 euros par action avant réalisation de la Première Augmentation de Capital de New Areva Holding) détenue par l'État. Pour une action Areva, le CEA recevrait ainsi 0,10236310 action New Areva Holding.



Suite au remboursement en actions Areva de l'avance de trésorerie dont a bénéficié le CEA dans le cadre de la convention conclue avec l'Etat le 13 juillet 2016 (modifié par un avenant signé en date du 7 juillet 2017), le CEA devrait détenir 12 774 283 actions New Areva Holding suite à cet échange, soit 5,4% du capital de New Areva Holding.

[...]

En tout état de cause, l'échange ne serait réalisé qu'à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire. »

Nous avons eu accès au projet de Protocole d'Investissement entre l'Etat français et le CEA (dont les principales modalités sont reprises dans le projet de note d'information), étant précisé que celui-ci ne sera signé que postérieurement au dépôt de la présente Offre Publique de Retrait auprès de l'AMF, et donc postérieurement à la signature du présent rapport.

Nous relevons que les valeurs d'AREVA SA et de NEW AREVA HOLDING retenues pour l'échange, reposent sur les valeurs intrinsèques que nous avons déterminées, ajustées de l'impact de l'Augmentation de capital réservée d'Areva SA, et de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING.

La valeur d'AREVA SA après réalisations de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, et de l'Augmentation de capital réservée d'AREVA SA s'établit à 1.790 M€, soit 2,17 € par action, montant très inférieur au prix d'Offre (cf. §5.7).

La valeur de l'action NEW AREVA HOLDING après réalisation de la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING s'établit à 21,15 €. Ce montant est à rapprocher du prix de souscription aux augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING (cf. § 5.1.9).

Le projet de Protocole d'Investissement ne stipule par ailleurs aucune contrepartie de l'Etat français ou d'AREVA envers le CEA, lequel conserve un intérêt stratégique qui explique son accès au capital de NEW AREVA HOLDING.

Sur le plan financier, nous n'avons pas identifié dans le projet de Protocole d'Investissement examiné d'élément susceptible de remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

9. Appréciation du prix établi par l'établissement présentateur

ODDO BHF, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de l'établissement présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu son rapport d'évaluation définitif.



9.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur pour présenter à titre principal les méthodes suivantes :

- L'analyse du cours de bourse d'AREVA SA ;
- L'actif net réévalué (ou somme des parties) d'AREVA SA, qui apparaît particulièrement pertinent du fait de la diversité des activités du Groupe.

Tout comme nous, l'établissement présentateur a choisi de présenter à titre informatif, l'étude des objectifs de cours des analystes.

Concernant la transaction récente sur le capital de la Société, à savoir la référence à l'Augmentation de capital d'un montant d'environ 2 Mds€ réservée à l'Etat français, et dont la réalisation est intervenue le 12 juillet 2017 à un prix de souscription de 4,50 € par action, cette méthode a été retenue à titre principal par l'établissement présentateur, alors que nous la retenons uniquement à titre informatif.

Enfin, nous sommes en accord avec les méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, la méthode du rendement, l'actualisation des flux de trésorerie futurs, et les méthodes analogiques (multiples boursiers et de transactions comparables).

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

9.2. Mise en œuvre des différents critères

9.2.1. Données financières

Nous avons retenu un nombre d'actions, hors contrat de liquidité et actions auto-détenues de 382.241.378 en accord avec l'établissement présentateur.

Nous sommes également en accord pour retenir la dette financière nette telle qu'elle ressort des comptes consolidés d'AREVA SA, et de NEW AREVA HOLDING au 31 décembre 2016, ainsi que les cash-flows opérationnels et non-opérationnels générés par AREVA SA, et NEW AREVA HOLDING, au premier semestre 2017, tels qu'estimés par le management.

En conséquence, la date de valorisation retenue est le 1^{er} juillet 2017.

9.2.2. Analyse du cours de bourse de la Société

L'analyse du cours de bourse menée par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque de notre part.



9.2.3. Actif net réévalué

Concernant la mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué, nous sommes en accord avec les méthodes utilisées pour la valorisation des différents actifs, à savoir :

- La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs pour les mines en exploitation, les BU d'AREVA NC, et les activités de LEGACYCO ;
- Les multiples de ressources disponibles pour les gisements non exploités ;
- La prise en compte du contrat de cession pour la valorisation d'AREVA NP.

Cependant, nous observons les différences suivantes dans la mise en œuvre de ces méthodes :

- Les taux d'actualisation utilisés dans la valorisation des mines en exploitation, et des BU d'AREVA NC diffèrent du fait des paramètres de marché retenus (taux sans risque, bêta, prime de de marché, coût de la dette). En particulier, nos bêtas diffèrent de ceux retenus par l'établissement présentateur en raison de la composition des échantillons de comparables boursiers considérés ;
- Dans la valorisation du prix de cession d'AREVA NP, le complément de prix étant attendu en 2019, nous l'avons actualisé au taux sans risque alors que l'établissement présentateur l'a actualisé à un taux spécifique de 7,7% ;
- Nous relevons par ailleurs, des différences de présentation de certains éléments. A titre d'exemple, les provisions courantes, les avantages personnels, ou les passifs nets des opérations de fin de cycle sont comptabilisés en diminution de la valeur d'AREVA NC pour l'établissement présentateur alors que nous les considérons au niveau de NEW AREVA HOLDING.

Concernant la valeur par action

- En conséquence, la valeur retenue par l'établissement présentateur se situe dans une fourchette de -0,73 € à 0,97 €, avec une valeur centrale de 0,08 €. Pour notre part, nous calculons une fourchette de -0,18 € à 0,65 €, avec une valeur centrale de 0,22 € par action.

9.2.4. Objectifs de cours des analystes

La mise en œuvre de ce critère par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière de notre part

9.2.5. Transaction récente sur le capital de la Société

La mise en œuvre de ce critère par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

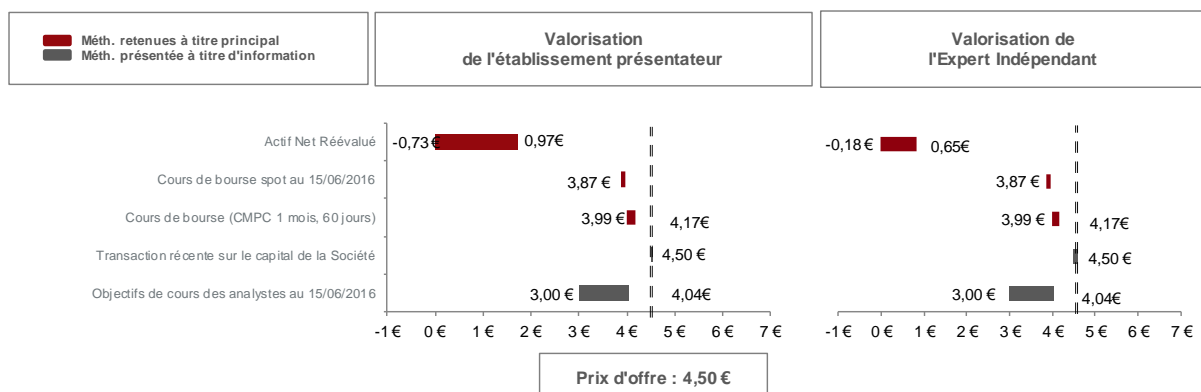
10. Evolution de la valeur d'AREVA SA depuis notre attestation d'équité du 12 janvier 2017 sur l'Augmentation de capital réservée à l'Etat français

La valeur centrale de l'ANR d'AREVA SA ressortait à 614 M€ dans notre attestation d'équité du 12 janvier 2017 sur l'Augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français, contre 83 M€ dans la présente attestation d'équité. Cette baisse de 531 M€ s'explique notamment, par les éléments suivants :

- La hausse de la valeur des fonds propres de NEW AREVA HOLDING de 172 M€, principalement liée à l'évolution des taux d'actualisation (+249 M€), et des intérêts minoritaires dans les différentes mines (impact de +107 M€), partiellement compensée par une augmentation de la dette nette (+199 M€), en raison notamment, de la consommation de cash-flow opérationnel et non-opérationnel, estimée par le management sur le premier semestre 2017 ;
- La hausse de 111 M€ de la valeur de cession d'AREVA NP, principalement due à la prise en compte de la fiscalité sur la plus-value de cession au niveau de LEGACYCO, et non plus d'AREVA NP⁵⁶ (+187 M€), et à une nouvelle appréciation des compléments de prix et des autres ajustements (-76 M€) ;
- La baisse de la valeur des fonds propres d'AREVA SA (hors NEW AREVA HOLDING), en baisse de 813 M€ du fait principalement de la dégradation des plans d'affaires (-334 M€), de la prise en compte de la fiscalité sur la plus-value de cession d'AREVA NP (-187 M€), comme expliqué ci-avant et de la baisse de la trésorerie d'AREVA SA de 292 M€.

11. Synthèse de la valorisation de la société AREVA SA

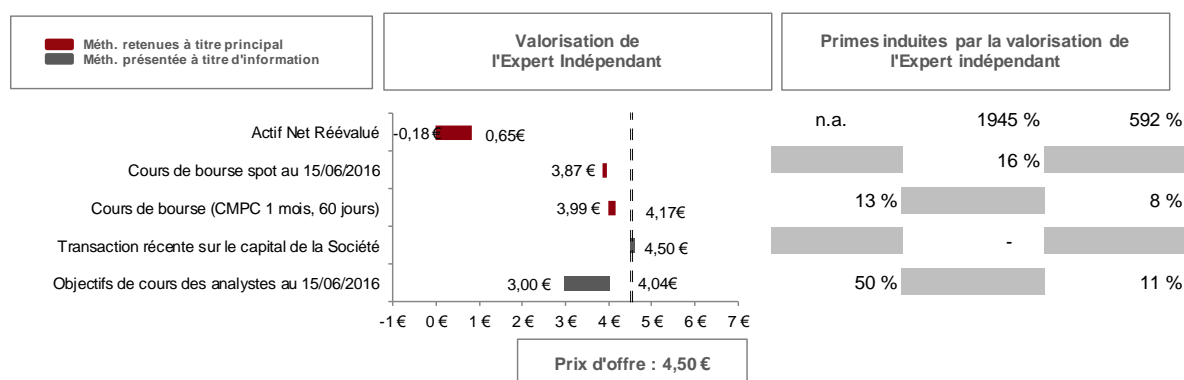
La valeur par action de la société AREVA, telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation, se présente comme suit :



⁵⁶ Différence de présentation entre les deux rapports, sans incidence sur la valeur.



Le prix d'Offre fait ainsi ressortir les primes et décotes suivantes :



12. Appréciation du caractère équitable du prix d'Offre Publique de Retrait et de Retrait Obligatoire

AREVA est confrontée à une situation financière très difficile, dans un contexte où, de plus, 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, un plan de restructuration global a été soumis à la Commission Européenne. Celui-ci prévoit notamment, une augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français d'un montant de 2 Mds€, et deux augmentations de capital de NEW AREVA HOLDING d'un montant total de 3 Mds€, dont 2,5 Mds€ réservés à l'Etat français, et 0,5 Md€ à deux investisseurs stratégiques.

La réalisation de l'Augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français est intervenue le 12 juillet 2017, et la Première Augmentation de capital de NEW AREVA HOLDING, dont la mise en œuvre a été décidée le même jour, va entraîner la perte de contrôle de NEW AREVA HOLDING, et déclencher, conformément aux dispositions de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, la présente Offre Publique de Retrait initiée par l'Etat français sur les actions AREVA SA, suivie d'un Retrait Obligatoire.

Le prix envisagé de 4,50 € pour l'Offre appelle les constats suivants :

- Il est identique au prix d'émission de l'Augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français ;
- Il offre aux actionnaires d'AREVA SA une liquidité immédiate pour la totalité de leurs titres ;
- Il extériorise une prime comprise entre 592% et 1.945% sur le critère de l'Actif net réévalué (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, avant que l'annonce des restructurations ne soit perçue par le marché, soit antérieurement au 15 juin 2016. Sur cette période, le prix d'Offre extériorise une prime de 16% sur la borne basse (spot au 15 juin 2016) et une prime de 8% sur la borne haute (cours moyen pondéré par les volumes 60 jours).



Outre nos travaux de valorisation, il convient d'observer que, compte tenu du 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 d'Offre de 4,50 €. Ces mêmes paramètres, en fonction de leur évolution, pourraient conduire à une nouvelle dégradation de la situation du Groupe, et donc de sa valorisation également.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 4,50 € par action que l'Etat français envisage de proposer dans le cadre de la présente Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société AREVA SA, y compris dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de la présente Offre.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires au plan financier.

Fait à Paris le 12 juillet 2017

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU

Olivier PERONNET



Annexe 1

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

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 à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Opération
juil.-15	Henri Maire	Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire Développement	Aurel BGC	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	CIC	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire

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 notre double mission (appréciation du prix d'émission de l'Augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français et appréciation du prix de l'OPR-RO) s'élève à 600.000 €, 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 l'établissement présentateur de l'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** - Utilisation de nos travaux réalisés dans le cadre de la mission d'expert indépendant relative à l'Augmentation de capital d'AREVA SA réservée à l'Etat français
- 9** - 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
- 10** - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société et de la lettre d'affirmation de l'Etat
- 11** - Revue indépendante
- 12** - Rédaction du rapport



Calendrier de l'étude :

DATE	OBJET
01/03/2017	Réunion de présentation des résultats annuels 2016 d'Areva
15/05/2017	Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)
18/05/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique)
29/05/2017	Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)
30/05/2017	Présentation de la trajectoire financière BU logistique
30/05/2017	Présentation de la trajectoire financière BU Chimie et Enrichissement
30/06/2017	Présentation de la trajectoire financière d'Areva Projets
01/06/2017	Présentation de la trajectoire financière BU D&S
01/06/2017	Présentation de la trajectoire financière Areva Mines
01/06/2017	Présentation de la trajectoire fiscale
01/06/2017	Présentation de la trajectoire financière BU Areva Med
01/06/2017	Présentation de l'évolution de l'arbitrage concernant OL3
01/06/2017	Présentation de la trajectoire financière BU recyclage
08/06/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique)
12/06/2017	Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)
13/06/2017	Présentation de la trajectoire financière corporate / New Areva Holding
13/06/2017	Présentation de la trajectoire financière OL3 provisoire
13/06/2017	Présentation de la trajectoire des coûts coût corporate de LegacyCo
13/06/2017	Présentation de la trajectoire financière des activités Renouvelable
13/06/2017	Présentation des trajectoires de liquidité provisoires
13/06/2017	Présentation des trajectoires d'OFC
13/06/2017	Présentation des risques et opportunités des trajectoires
13/06/2017	Présentation des trajectoires de liquidité provisoires
15/06/2017	Réunion avec l'établissement présentateur sur les méthodes d'évaluation
15/06/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence



	téléphonique)
20/06/2017	Conférence téléphonique avec Areva sur la position de dette nette
21/06/2017	Conférence téléphonique avec la BU Recyclage sur les trajectoires financières
22/06/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique)
23/06/2017	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur sur la valorisation
26/06/2017	Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)
27/06/2017	Conférence téléphonique avec la BU Mines
29/06/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique)
05/07/2017	Réunion comité de pilotage augmentation de capital / valorisation (conférence téléphonique)
06/07/2017	Comité de pilotage Areva (conférence téléphonique)
06/07/2017	Conférence téléphonique avec Areva sur la position de trésorerie groupe au 30/06/2017
10/07/2017	Comité Ad'hoc d'Areva SA
12/07/2017	Conseil d'Administration d'Areva SA

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 Olivier THELOT, Fusions-Acquisitions
- Monsieur Jean-Marc DEBOURDEAUX, Fiscaliste
- Madame Malak TAZI, Directrice juridique Gouvernance, Sociétés, Bourse & Finance
- Monsieur Yann GUILBAUD, Directeur Juridique
- Madame Alexandra LABROUE, Responsable Droit des Sociétés et Restructurations

Conseil financier de la Société, ACCURACY

- Monsieur Romain PROGLIO, Senior Manager



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 BHF

- Monsieur Romain ATTARD, Vice-Président
- Monsieur Edgard CATTAN, Analyst

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société AREVA :

- Plans d'affaires des *business units* ;
- Document de référence 2016 ;
- Comptes consolidés au 31 décembre 2016.

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 Maxime ROGEON (manager), Jérémy DEGRAS (senior) et Quentin BAUDESSON (analyst).

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 (McClellan 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, Démantèlement & Services et AREVA projets :

Nous avons retenu le même échantillon de comparables pour les BU Recyclage (activité industrielle et Projets Internationaux), Démantèlement & Services et AREVA projets 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 les activités Projets Internationaux (BU Recyclage) et AREVA projets 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 :

- **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.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.areva.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société, Tour AREVA – 1, Place Jean Millier – 92400 Courbevoie.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Philippe Soulié

Directeur Général de la Société