

SOREGIES

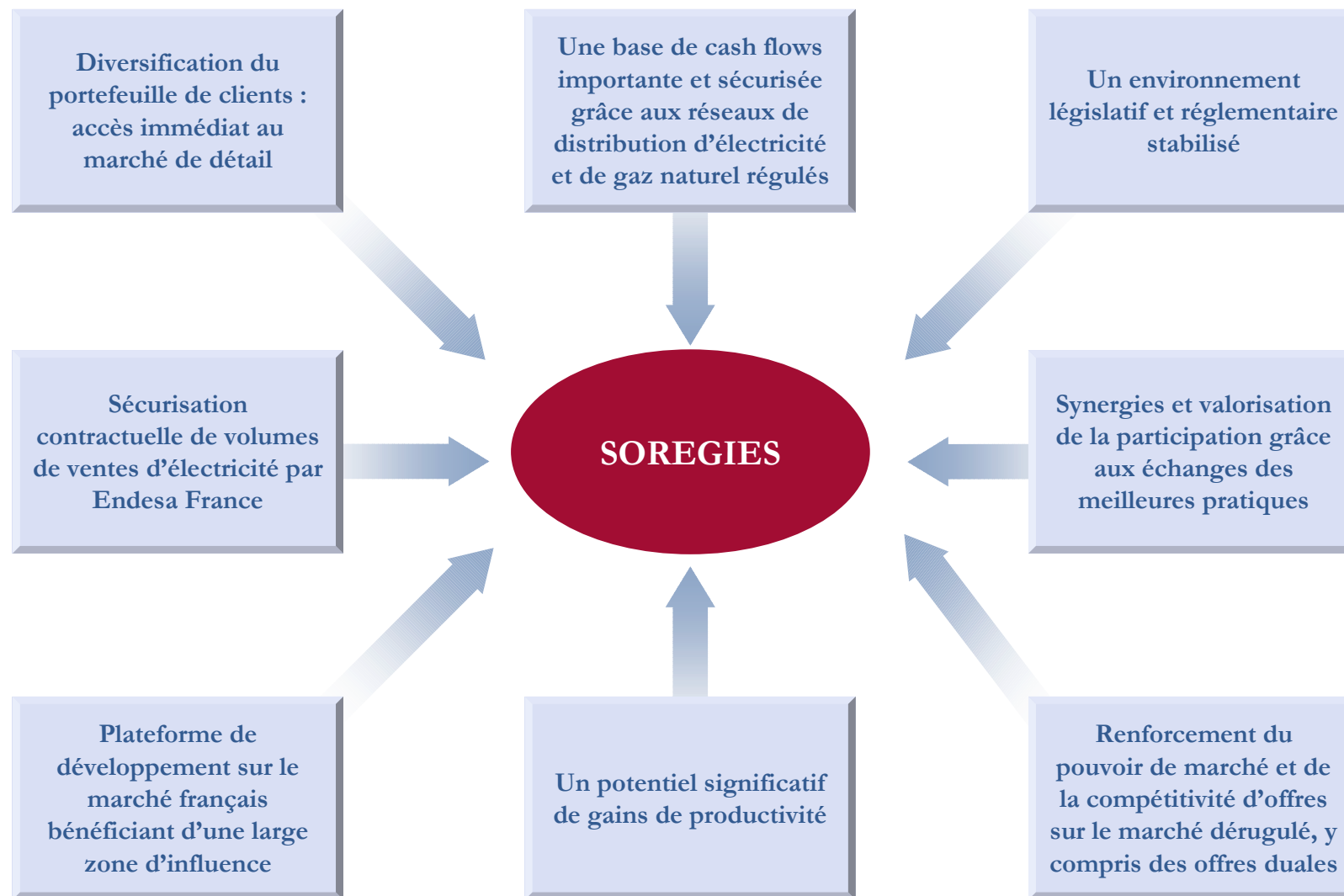
Document de travail

LAZARD

Avertissement

- Ce document a été préparé par Lazard Frères (Lazard) sur la base d'informations publiques, publiées par la société concernée ou par des tiers. Ces informations n'ont pas été vérifiées de manière indépendante par Lazard. La responsabilité de Lazard quant à leur exactitude, ne serait en aucun cas être engagée du fait qu'une ou plusieurs des informations figurant dans ce document se révéleraient ou seraient jugées insuffisantes, incomplètes, imprécises ou inexacts.
- Les éléments financiers présentés dans ce document intègrent les conditions de marché prévalant en juin 2008 et ne préjugent pas des ajustements nécessaires si des conditions notamment de marchés boursiers et de taux d'intérêt, venaient à se modifier.
- L'objet du présent document est uniquement de servir de base à des discussions préliminaires. Ce document est strictement confidentiel et n'est pas destiné à être transmis à un tiers. Ni ce document, ni aucune des informations présentées ne peuvent être utilisées sans l'accord formel de Lazard.

Intérêt stratégique de l'opération pour Endesa France



I Éléments de réflexion sur la valorisation

Performance historique et plan d'affaires 2008 – 2012

Compte de résultat	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	08E-12E CAGR
Ventes d'énergie	84.7	89.8	90.6	96.6	94.0	92.2	94.8	96.6	97.5	0.9%
<i>Croissance</i>		6.0%	0.9%	6.6%	(2.7%)	(1.8%)	2.8%	1.9%	0.9%	
Prestation de services	7.1	6.4	7.7	7.5	7.9	8.1	8.3	8.5	8.6	2.3%
<i>Croissance</i>		(9.4%)	19.5%	(2.5%)	5.3%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%	
Chiffre d'affaires	91.8	96.2	98.3	104.1	101.9	100.4	103.1	105.1	106.2	1.0%
<i>Croissance</i>		4.8%	2.1%	5.9%	(2.1%)	(1.5%)	2.8%	1.9%	1.0%	
Production immobilisée	5.4	7.9	8.0	8.7	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	1.2%
Subvention et dotation FPE	2.1	2.1	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	0.0%
Autres produits	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0%
Achats d'énergie	(47.0)	(50.7)	(50.7)	(50.4)	(52.9)	(51.8)	(53.1)	(54.1)	(54.1)	0.6%
<i>en % des ventes d'énergie</i>	55.5%	56.4%	55.9%	52.2%	56.3%	56.1%	56.0%	56.0%	55.5%	
Autres achats	(6.0)	(7.2)	(7.0)	(7.4)	(7.4)	(7.5)	(7.5)	(7.6)	(7.7)	1.0%
Taxes	(2.7)	(2.7)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	1.0%
Frais généraux	(5.8)	(6.0)	(6.5)	(7.4)	(8.2)	(8.2)	(8.3)	(8.4)	(8.5)	1.0%
Salaires et charges salariales	(17.9)	(19.5)	(20.2)	(20.8)	(21.9)	(21.9)	(22.0)	(22.1)	(22.2)	0.3%
<i>Croissance</i>		8.8%	3.6%	2.9%	5.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	
Participation des salariés	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	6.5%
Autres charges	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	1.0%
EBITDA	18.2	18.5	19.7	23.8	17.2	16.5	17.7	18.4	19.4	2.9%
<i>Marge</i>	<i>19.8%</i>	<i>19.2%</i>	<i>20.0%</i>	<i>22.9%</i>	<i>16.9%</i>	<i>16.4%</i>	<i>17.2%</i>	<i>17.6%</i>	<i>18.2%</i>	
<i>Croissance</i>		1.4%	6.4%	21.1%	(27.6%)	(4.2%)	7.5%	4.0%	5.0%	

- Croissance des volumes de 2% par an à partir de 2008 ; sensibilité aux hypothèses de prix des énergies à déterminer
- Maintien du niveau de subvention malgré une hausse de la rentabilité (marge)
- Amélioration de la marge brute énergie au delà de 2008 et inversement à la tendance actuelle : montée en puissance d'Alterna ?
- Croissance de la masse salariale à partir de 2009 inférieure à l'inflation et contraire aux dernières tendances historiques

Projections des flux de trésorerie et valorisation DCF

Cas central pour une croissance à long terme de 1,5% et un taux d'actualisation de 7,5%

Free cash flow	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	Norm.	
Chiffre d'affaires	104.1	101.9	100.4	103.1	105.1	106.2	106.2	■ Chiffre d'affaires et EBITDA normatifs en ligne avec le plan d'affaires 2012
EBITDA	23.8	17.2	16.5	17.7	18.4	19.4	19.4	
Provisions et amortissements	(14.9)	(10.7)	(8.9)	(9.3)	(9.1)	(9.7)	(9.5)	
en % des investissements	64.8%	51.1%	42.4%	44.2%	43.1%	46.3%	74.3%	
EBIT	8.9	6.5	7.6	8.5	9.4	9.6	9.8	
Impôt avant financement	(3.1)	(2.3)	(2.7)	(3.0)	(3.3)	(3.4)	(3.4)	■ Taux normatif de 35% en ligne avec l'hypothèse du business plan
Variation de BFR	(3.4)	0.5	0.4	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	
Subventions reçues	7.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	
Subventions passées en résultat	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	
Investissements	(23.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(12.8)	■ Hypothèse centrale : retour des niveaux d'investissement à long terme à des niveaux historiques cohérents avec les charges d'amortissement actuelles et maintien des subventions reçues
Free cash flow	0.1	0.8	(0.5)	(0.6)	0.0	1.0	9.0	
VAN des flux actualisés à fin 2008		118.3	(0.5)	(0.5)	0.0	0.8	118.4	
Disponibilités et VMP		19.0						
Participations		15.0						■ Estimation (notamment 15% de Sorégie Deux-Sèvres, 37% de Alterna et 10% de Vialis)
Emprunts et dettes financières		(8.9)						
Position financière nette à fin 2007		25.1						■ Estimation tenant compte d'une distribution de 15% du résultat 2007, soit 0,8 M€
Variation de trésorerie nette estimée 2008		0.9						
Position financière nette estimée à fin 2008		26.0						
Valorisation des fonds propres à fin 2008		144.3						
Valorisation d'une participation de 10% post money		16.0						

Sensibilités et multiples implicites

VALEURS EN M€

		VE à fin 2008			Augmentation de capital		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	121.3	110.1	100.6	16.4	15.1	14.1
	1.5%	131.2	118.3	107.4	17.5	16.0	14.8
	2.0%	143.0	127.9	115.3	18.8	17.1	15.7

MULTIPLES D'EBITDA IMPLICITES

		Multiple 2008			Multiple 2009		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	7.0x	6.4x	5.8x	7.3x	6.7x	6.1x
	1.5%	7.6x	6.9x	6.2x	7.9x	7.2x	6.5x
	2.0%	8.3x	7.4x	6.7x	8.7x	7.7x	7.0x

- Cette valorisation est en ligne avec celles des utilities municipales italiennes en termes de multiples. Une légère décote sur les multiples 2008 s'explique notamment par :

- La faible taille relative par rapport à ces groupes plus diversifiés géographiquement
- Les perspectives de croissance de court terme inférieures à la moyenne de l'échantillon (cf. ci-dessous, les multiples les plus élevés correspondent aux sociétés en plus forte croissance)

MULTIPLES DES UTILITIES MUNICIPALES ITALIENNES

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	Chiffre d'affaires		EBITDA		EBIT		CAGR CA 08E-10E	Marge EBITDA		Marge EBIT	
			2008	2009	2008	2009	2008	2009		2008	2009	2008	2009
A2A	7,558	11,959	1.55x	1.05x	7.7x	7.2x	13.1x	13.2x	8.9%	20.2%	14.6%	11.8%	7.9%
Hera	2,683	4,174	1.41x	1.38x	7.7x	6.6x	13.2x	10.7x	(0.1%)	18.4%	20.7%	10.6%	12.9%
Iride	1,525	2,907	1.09x	1.05x	7.5x	6.8x	11.8x	10.3x	3.1%	14.5%	15.4%	9.3%	10.1%
Enia	920	1,426	1.03x	0.94x	8.4x	7.6x	16.3x	13.9x	10.9%	12.3%	12.3%	6.3%	6.7%
Moyenne			1.27x	1.10x	7.8x	7.0x	13.6x	12.0x	5.7%	16.3%	15.8%	9.5%	9.4%
Médiane			1.25x	1.05x	7.7x	7.0x	13.2x	11.9x	6.0%	16.4%	15.0%	9.9%	9.0%

Analyse à différents niveaux de prix

Valeur d'entreprise à 100% (M€)		50	75	100	125	150	175	200
Valeur des fonds propres avant opération (M€)		76	101	126	151	176	201	226
Montant d'une augmentation de capital pour 10% (M€)		8.4	11.2	14.0	16.8	19.6	22.3	25.1
Multiples d'EBITDA	2007	2.1x	3.2x	4.2x	5.3x	6.3x	7.4x	8.4x ...
	2008	2.9x	4.4x	5.8x	7.3x	8.7x	10.2x	11.6x
	2009	3.0x	4.5x	6.1x	7.6x	9.1x	10.6x	12.1x
Multiples d'EBIT	2007	5.6x	8.4x	11.2x	14.1x	16.9x	19.7x	22.5x
	2008	7.7x	11.5x	15.3x	19.2x	23.0x	26.9x	30.7x
	2009	6.6x	9.9x	13.1x	16.4x	19.7x	23.0x	26.3x

 Multiples des utilities municipales italiennes

 Multiples d'Electricité de Strasbourg

II Eléments de réflexion sur le pacte d'actionnaires

Considérations de gouvernance et de liquidité

- Une prise de participation de 10% doit être valorisée tenant compte d'une décote de minorité et d'illiquidité, renforcée ici par l'impossibilité contractuelle de céder cette participation à certains acteurs
- Cette décote serait néanmoins réduite compte tenu des accords conclus et notamment des aspects suivants :
 - Représentation au directoire et au conseil de surveillance supérieure en proportion à la participation au capital (20%)
 - Droits de veto sur certaines décisions importantes
 - Mécanisme de sortie dans les 2 années qui suivraient une éventuelle fusion avec Sorégie Deux-Sèvres en cas de désaccord sur les termes de cette opération (sur la base du prix de revient de la participation néanmoins)
- Enfin, cette transaction est à inscrire dans le cadre d'une opération globale portant sur le capital de l'ensemble fusionné Sorégies de la Vienne / Sorégies Deux-Sèvres
 - L'opération revient ainsi à une prise de participation en deux temps de 10% du nouvel ensemble dont le premier paiement correspond à l'exercice de l'option d'achat à fin 2008 à un prix est déjà fixé
 - Le prix de revient global est donc encore fonction du prix qui sera négocié pour le maintien au capital du nouvel ensemble (approche similaire à l'acquisition en deux temps de 65% de SNET par Endesa)
 - Par ailleurs, le sens juridique de la fusion peut nécessiter de renégocier les aspects de gouvernance (dans le cas où Sorégies Deux-Sèvres est juridiquement l'entité absorbante)



Le prix et les termes du pacte d'actionnaires de l'option de maintien de la participation de 10% à l'issue de cette fusion sont donc à déterminer avant la décision d'exercice de la première option sur le capital de Sorégies

Contraintes légales et réglementaires

CADRE REGLEMENTAIRE

- **Préambule de la Constitution de 1946 :**
 - Monopole d'Etat des réseaux de distribution
- **Loi du 8/4/1946 art. 23 – 1946:**
 - L'Etat ou des sociétés contrôlées par l'Etat doivent détenir la majorité du capital des sociétés de distribution
 - Les DNN ("Distributeurs Non Nationalisés") doivent conserver leurs caractéristiques :
 - SEM (Société d'Economie Mixte) : société dont le capital et les droits et vote doivent être contrôlés à majorité par l'Etat ou par des sociétés contrôlées par l'Etat
- **Jurisprudence – Décision du Conseil d'Etat du 28 juin 1989 (Grenoble GEG) :**
 - Une "SEM" contrôlée par une entité publique peut conserver son statut de DNN

La majorité du capital et des droits de votes de Sorégies doit être détenue par des entités publiques nationales ou locales, ou des sociétés contrôlées par l'Etat

- Précédents d'appels d'offres récents par :
 - **Total** (vente à CDC de ses parts dans Gaz de Strasbourg et Gaz de Bordeaux)
 - **Ville de Strasbourg** (processus de cession de parts interrompu)
 - **Ville de Metz** (ouverture du capital à CDC à hauteur de 15%)

AUTRES CONSIDERATIONS LEGALES

- La mise en place d'un mécanisme de liquidité ultérieur (de type put / call) permettant à Endesa de prendre le contrôle de la société serait probablement considéré comme une privatisation. Le prix de référence devrait donc être approuvé par la Commission des Participations et des Transferts (CPT)
- Procédure DGCCRF à vérifier en fonction des accords passés ?
- Consultation nécessaire des représentants des salariés ?
- Procédures internes d'approbation chez les actionnaires de Sorégies (et les conseils municipaux concernés) ?

Lazard a une bonne connaissance de ces situations, pour avoir conseillé E.On dans le cadre de l'appel d'offre de la Ville de Strasbourg, ainsi qu'une autre utility dans le cadre de l'appel d'offres de la Ville de Metz

III Principe d'une intervention de Lazard

Plan de travail d'une mission d'évaluation

- Nous comprenons qu'Endesa France dispose d'une option d'achat sur 10% jusqu'à fin 2008 via une augmentation de capital de Sorégie, assortie de certains droits de gouvernance et de liquidité, ainsi qu'une option de maintenir ce niveau de participation en cas de fusion de Sorégies avec Sorégies Deux-Sèvres
- Dans le cadre du rapprochement avec E.On, Endesa France souhaiterait avoir une appréciation indépendante de la valeur d'une telle participation, afin d'éclairer la décision d'exercer ou non cette option
- Cette mission pourrait être réalisée dans un calendrier de quelques semaines :
 - Revue critique du plan d'affaires et des performances récentes
 - Revue des rapports de due diligence sur Sorégies, notamment des risques identifiés
 - Analyse des termes du pacte d'actionnaires proposé
 - Analyse des éléments disponibles sur Sorégies Deux-Sèvres et sur l'opération de fusion en cours de préparation
 - Assistance dans la négociation des termes du maintien au capital du nouvel ensemble
 - Remise d'un rapport par Lazard au conseil d'administration d'Endesa France

Annexes

Annexe : sensibilité au niveau des subventions et aux investissements

1. Réduction de la subvention en année normative prorata de la réduction des investissements

VALEURS EN M€

		VE à fin 2008			Augmentation de capital		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	82.6	75.0	68.5	12.1	11.2	10.5
	1.5%	88.7	80.0	72.6	12.7	11.8	11.0
	2.0%	96.0	85.9	77.4	13.6	12.4	11.5

MULTIPLES D'EBITDA IMPLICITES

		Multiple 2008			Multiple 2009		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	4.8x	4.3x	4.0x	5.0x	4.5x	4.1x
	1.5%	5.1x	4.6x	4.2x	5.4x	4.8x	4.4x
	2.0%	5.6x	5.0x	4.5x	5.8x	5.2x	4.7x

2. Maintien des niveaux d'investissement et de subvention 2012

VALEURS EN M€

		VE à fin 2008			Augmentation de capital		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	41.0	37.2	34.0	7.4	7.0	6.7
	1.5%	43.2	38.9	35.3	7.7	7.2	6.8
	2.0%	45.7	40.8	36.8	8.0	7.4	7.0

MULTIPLES D'EBITDA IMPLICITES

		Multiple 2008			Multiple 2009		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	2.4x	2.2x	2.0x	2.5x	2.3x	2.1x
	1.5%	2.5x	2.3x	2.0x	2.6x	2.4x	2.1x
	2.0%	2.7x	2.4x	2.1x	2.8x	2.5x	2.2x

3. Réduction des besoins d'investissement et annulation des subventions hors FPE (2,7 M€)

VALEURS EN M€

		VE à fin 2008			Augmentation de capital		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	57.5	52.2	47.7	9.3	8.7	8.2
	1.5%	61.3	55.2	50.1	9.7	9.0	8.5
	2.0%	65.7	58.7	53.0	10.2	9.4	8.8

MULTIPLES D'EBITDA IMPLICITES

		Multiple 2008			Multiple 2009		
		CMPC			CMPC		
		7.0%	7.5%	8.0%	7.0%	7.5%	8.0%
TCP	1.0%	3.3x	3.0x	2.8x	3.5x	3.2x	2.9x
	1.5%	3.6x	3.2x	2.9x	3.7x	3.3x	3.0x
	2.0%	3.8x	3.4x	3.1x	4.0x	3.6x	3.2x