

IMPACTS FINANCIERS D'HINKLEY POINT C POUR EDF

Note – Greenpeace France, juillet 2016

EDF s'apprête à signer un engagement pour la construction de deux EPR à Hinkley Point, en Angleterre.

Le groupe porterait ce projet à hauteur de 66,5%, le reste étant supporté par le groupe chinois CGN (China General Power).

Cette note vise à démontrer que si ce projet passe à la réalisation, EDF aura non seulement du mal à régler la facture, mais n'aura surtout plus les moyens de faire face à ses autres engagements.

Malgré les dissensions qui entourent ce nouvel investissement, justifiées en grande partie par des obstacles technologiques et financiers, l'électricien français s'obstine. Car les motivations vont bien au-delà : il s'agit d'une volonté de sauvetage d'une industrie en plein déclin qu'il faut à tout prix occulter dans un environnement économique et politique difficile.

1. Des pouvoirs divergents

a) Les gouvernements

Ce dossier est **très politique**.

- Le Royaume-Uni s'est engagé à réduire la part des énergies fossiles dans son mix électrique. Par ailleurs, son parc nucléaire est vieillissant et son exploitation arrive à son terme.

Selon le gouvernement britannique, les EPR d'Hinkley point permettraient de couvrir 7% des besoins en électricité du pays.

Il a prévu un *Contract For Difference* (CFD) garantissant à EDF de pouvoir vendre l'électricité produite à Hinkley point C à 92£/MWH minimum, pendant 35 ans (coût global du soutien britannique réévalué le 7 juillet dernier par le département de l'Energie britannique à 36.9 mds£ prenant en compte la baisse des prix de marché). La concrétisation de cet accord permettrait à EDF d'obtenir une rentabilité de 9% annuels sur ce projet. Mais il semblerait qu'aucune garantie concernant les volumes pris en compte par le CFD n'ait été formalisée. Si EDF ne peut vendre qu'une part de sa production à ce prix, la rentabilité du projet sera très diminuée.

- En France, le gouvernement, Emmanuel Macron en tête, veut à tout prix avancer sur ce dossier. La filière nucléaire française est aux abois. Les déboires de l'EPR de Flamanville (budget et délais multipliés par trois et problèmes sur la cuve du réacteur), d'Olkiluoto (l'EPR d'Areva en Finlande), le tout récent scandale des soupçons de falsifications chez Areva et la baisse mondiale de la demande de réacteurs mettent en péril cette industrie.

Le gouvernement français semble considérer que les EPR d'Hinkley Point permettraient de faire passer au second plan les déboires de la filière en France et de redorer l'image d'EDF sur les marchés internationaux.

- Ce pourrait être aussi la dernière planche de salut pour Areva : « Areva est en faillite. Si Hinkley Point C ne se fait pas, le sort d'Areva NP (...) devient catastrophique »¹, selon un proche du dossier, cité par Mediapart.
- L'enjeu est éminemment stratégique, et le gouvernement français semble fermement décidé à faire passer le projet contre vents et marées.

b) L'entreprise

Côté entreprise, Jean-Bernard Lévy, le PDG d'EDF, s'arc-boute sur la faisabilité de ce projet ; mais la démission du directeur financier, Thomas Piquemal, en début d'année, a renforcé les dissensions au sein de l'entreprise. Pour justifier son départ, l'intéressé évoque les risques financiers et stratégiques de cet investissement pour EDF. Il considère que l'entreprise n'est pas prête et doit attendre la mise en service de l'EPR de Flamanville. L'idée est d'avoir une meilleure visibilité sur la faisabilité d'une telle technologie et d'obtenir la garantie du gouvernement anglais sur les emprunts, conditionnée à la mise en service de Flamanville 3.

Les incertitudes technologiques sont donc très fortes et l'ex-directeur financier met en garde contre le poids financier d'un investissement qui ne rapporte rien pendant la durée des travaux (6,5 ans prévus et probablement beaucoup plus²) et « présente des risques de constructions majeurs » : « Qui parierait 60-70% de son patrimoine sur une techno dont on ne sait même pas si elle fonctionne ? »³.

Les salariés d'EDF sont très majoritairement hostiles (plus de 80%) et, les syndicats (CGT, FO, CFE-CGC), le CCE (Comité Central d'Entreprise) et l'association d'actionnaires EDF (EAS) affichent, pour le moment, leur ferme opposition. Ils doivent rendre un avis prochainement mais le poids décisionnaire de cet avis reste assez flou.

c) Les agences de notation

Face aux nombreuses incertitudes qui pèsent sur le groupe, les **agences de notation** (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) ont menacé de dégrader la notation du groupe, pour la 2e fois cette année, s'il s'engage dans le projet d'Hinkley Point C.

Leur analyse repose sur des risques financiers liés à l'environnement économique et aux contraintes technologiques d'EDF.

Une nouvelle dégradation de la note d'EDF entraînerait un problème de financement sérieux. Thomas Piquemal ne fait pas de détour : « *EDF ne peut pas se permettre une dégradation significative de sa note. Ce n'est pas qu'une question de surcoût, c'est un problème d'accès à la liquidité* »⁴.

Pour financer l'augmentation de ses charges (notamment sur Flamanville 3), EDF a émis plus de 10 mds€ d'emprunts « hybrides » ces dernières années.

Ce type d'emprunts a représenté une manne particulièrement intéressante pour une entreprise soucieuse de préserver sa capacité d'emprunt sans détériorer ses ratios de solvabilité. Les emprunts hybrides peuvent en effet être comptabilisés en fonds propres (et

¹ « [Hinkley Point : EDF et le pouvoir choisissent la fuite en avant](#) » - Mediapart, 3/07/2016

² « [Comment EDF espère baisser le coût du nouveau nucléaire](#) » - Les Echos, 21/10/2015

³ Audition de Thomas Piquemal à l'Assemblée nationale le 4 mai 2016

⁴ Ibid.

non en dettes), et leur rémunération n'affecte pas le résultat. L'artifice comptable a permis à EDF de gonfler artificiellement ses fonds propres de 33% (de 30 à 40 mds€) tout en laissant son niveau d'endettement inchangé.

Mais la comptabilisation de ces instruments par les agences de notation diffère : elles considèrent au maximum 50% des emprunts hybrides en fonds propres et le reste en dettes. Et cette proportion évolue au fur et à mesure que les risques pesant sur l'entreprise augmentent.

Ces titres étant d'ores et déjà à la limite d'une catégorisation en « junk bonds », une nouvelle dégradation du groupe entraînerait de fait une requalification de ces obligations en dettes à 100%.

Les conditions de financement du groupe seraient alors fortement détériorées à un moment où l'entreprise a besoin de mobiliser tous types de financement pour faire face à ses nombreuses obligations.

2. La situation financière d'EDF

a) Un environnement économique et technologique difficile...

➤ **Un environnement économique dégradé**

- La **consommation d'électricité** en France, stable depuis cinq ans, baisse pour la 1ère fois en 2016. Cette tendance devrait se prolonger selon RTE qui prévoit une baisse de 8 TWh entre 2015 et 2021⁵. Pour mémoire, la demande dans le reste de l'Europe baisse depuis 2010.
- Les **prix de l'électricité sont très bas** et la situation devrait durer. Le développement de la puissance installée d'énergies renouvelables (l'offre), cumulé à une consommation en baisse (la demande), contribuent à maintenir la pression sur les prix dans un marché d'ores et déjà en surcapacité.

La situation actuelle n'impacte pas encore pleinement le chiffre d'affaires d'EDF car il vend aujourd'hui à des prix négociés en 2013 (les couvertures sont prises à trois ans), alors que les prix de gros étaient à plus de 40 € contre autour de 30 € aujourd'hui. Mais les prix couverts suivent le marché et sont donc de plus en plus faibles. Ainsi, dans la tendance actuelle, ils ne devraient bientôt plus être suffisants pour compenser des coûts de production croissants.

- La fin des tarifs régulés (jaunes et verts) pour les consommateurs professionnels augmente la part de l'électricité soumise aux conditions de marché (passée de 20% à 65%⁶ pour EDF), et donc à la concurrence. EDF doit pouvoir maintenir une offre compétitive par rapport au prix de gros pour limiter la **baisse de ses parts de marché**, déjà bien entamée.

EDF est donc confrontée simultanément à la chute des prix énergétiques et à une érosion des volumes d'activité sur son marché européen. A moins d'une hausse des prix de marché –hautement improbable– le modèle économique d'EDF ne peut survivre en l'état.

⁵ [Bilan prévisionnel de l'équilibre offre-demande d'électricité en France](#) – RTE – édition 2016

⁶ « [EDF est-il vraiment en danger ?](#) » – *Le Figaro*, 9/05/2016

➤ **De fortes contraintes technologiques**

- Les centrales nucléaires françaises vieillissent. EDF doit engager de lourds investissements s'il veut pouvoir poursuivre son activité : dans ses dernières estimations, Jean-Bernard Lévy chiffre le grand carénage à 51 mds€ d'ici 2025, soit 5,1 mds€/an.
- La technologie EPR n'est pas mûre et les risques d'allongement des délais et des coûts sont importants. L'agence de notation Fitch n'est pas vraiment optimiste. « Avec une technologie qui n'a pas fait ses preuves, un projet à grande échelle extrêmement complexe comme HPC porte un risque substantiel »⁷. Un avis partagé par l'ex-directeur financier, Thomas Piquemal⁸.

b) ...qui dégrade la rentabilité du groupe

EDF est une entreprise à coûts fixes élevés. Elle dispose donc de peu de marges de manœuvre sur ses charges pour s'adapter à son nouvel environnement.

La chute des prix de gros du marché de l'électricité et l'érosion de son volume d'activité affectent donc pleinement ses marges bénéficiaires.

Le free cash-flow (FCF) –c'est-à-dire le cash restant après l'entretien et le développement de ses actifs– est négatif depuis 2008 (entre 2 mds et 7 mds€) ce qui signifie que chaque année EDF prélève dans sa trésorerie ou emprunte pour financer ses obligations.

Certes, le paiement des dividendes de l'État en actions en 2015, 2016 et 2017 allégerait le FCF, et l'augmentation de capital de 4 mds€ prévue redonnera un peu de souffle au groupe. Mais ces mesures demeurent insuffisantes pour compenser les effets néfastes et durables de son environnement économique et technologique.

EDF ne peut donc compter sur des rentrées financières, largement compromises, pour financer ses engagements.

3. Le financement de ses engagements

a) Combien ça coûte ?

Si l'on prend comme horizon les dix prochaines années, les principaux engagements d'EDF peuvent se résumer ainsi :

- **Les EPR d'Hinkley Point (« HP »)** : le coût est estimé à 18 mds£, soit environ 22 mds€ au cours actuel.
Les deux nouveaux réacteurs doivent être construits entre 2018 et 2025.
En prenant l'hypothèse que les dépenses seront également réparties dans le temps, l'investissement serait de 2,75 mds€/an, soit 1,83 mds€/an pour EDF (qui portent 66,5% du projet).
- **Le « grand carénage » (« GC »)** : pour pouvoir poursuivre l'exploitation de son parc nucléaire, le groupe s'est engagé à dépenser 51 mds€ sur les 10 prochaines années, soit 5,1 mds€/an.
- **Le doublement de la puissance exploitée d'énergies renouvelables (« ENR »)** : « EDF s'est fixé l'objectif de multiplier par deux sa capacité nette installée, de 28 GW à 50 GW d'ici à 2030 »⁹. Selon l'énergie utilisée (solaire/éolien principalement), le coût des installations peut varier de 1 à 2 millions €/MW. En considérant un prix

⁷ « [Fitch abaisse la notation crédit d'EDF à "A-"](#) » - boursier.com, 8 juin 2016

⁸ Audition de Thomas Piquemal à l'Assemblée nationale le 4 mai 2016

⁹ [Stratégie CAP 2030 – EDF](#)

moyen de 1,5 m€/MW, les 22 GW installés coûteraient 33 mds€ à EDF, soit 2,2mds€/an sur 15 ans.

Enfin, le rachat programmé d'**Areva NP** (initialement estimée à 2,5 mds€ pour 100%) comporte désormais trop d'incertitudes pour être évalué. Le montant (compris entre 0 et 2,5 mds€) étant par ailleurs « négligeable » au regard des autres dépenses, nous ne le valorisons pas.

Tableau 1 : Récapitulation des engagements d'EDF sur 10 ans (en mds€)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HP			1,83	1,83	1,83	1,83	1,83	1,83	1,83	1,83
GC	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
ENR	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
TOTAL	7,3	7,3	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13	9,13

EDF doit donc pouvoir financer **88 mds€** (valeur 2016) d'ici 2025, qui viennent s'ajouter aux dépenses récurrentes, notamment de maintenance, qui représentaient un montant d'environ 10 mds€ en 2015¹⁰.

b) Comment financer ces investissements ?

La direction du groupe affirme que tout nouvel investissement sera financé par cessions d'actifs pour ne pas alourdir l'endettement déjà colossal du groupe.

Le grand carénage et le développement de la capacité installée d'énergies renouvelables devraient, en revanche, être financés par emprunts.

➤ En vendant des actifs

Des cessions de 10 mds € d'actifs d'ici 2020 ont été annoncées. Cependant, aucune indication n'a été donnée sur les participations à vendre, le montant escompté et surtout, la faisabilité de telles opérations (Y-a-t-il un marché ? Faudra-t-il enregistrer d'autres dépréciations d'actifs ? Quels seront les délais ?, etc.)

EDF dispose principalement de trois types d'actifs à vendre :

- **Les « actifs financiers disponibles à la vente »** (hors actifs dédiés qui ne peuvent être vendus) : **16,2 mds€** (au 31/12/2015)¹¹.
- **Les participations dans les entreprises et les co-entreprises** : **11,5mds** (au 31/12/2015)¹².

Le groupe envisage de vendre la moitié de RTE. Cette cession pourrait lui rapporter environ 4mds€.

RTE, au même titre qu'ERDF, est une activité régulée par l'État, ce qui apporte une stabilité de chiffre d'affaires à EDF. Cette vente viendra donc diminuer le côté stable et régulé d'EDF et augmenter l'exposition du groupe à la volatilité des prix de marché.

La cession d'une partie de ces activités entraînerait une volatilité plus forte des résultats et pèserait également sur sa notation.

¹⁰ Document de référence- Rapport Financier Annuel 2015

¹¹ Ibid.

¹² Ibid.

Par ailleurs, RTE contribue aujourd'hui quasiment au tiers du Résultat net consolidé du groupe. La cession de la moitié impacterait le Résultat Net consolidé de plus de 16% (-229 m€ en 2015).

- **Les actifs thermiques** : EDF a émis la possibilité de céder une partie de ses actifs thermiques. Aucun prix n'a été communiqué mais l'exemple récent de l'énergéticien suédois Vattenfall, qui a dû injecter 1,7 md€ de cash dans ses actifs thermiques allemands pour pouvoir les vendre à 1 € symbolique (!), laisse sceptique sur la capacité d'EDF à vendre dans de bonnes conditions ses actifs.

Hors actifs thermiques dont la valeur est encore plus incertaine que le reste, EDF dispose d'environ **28 mds€**. L'équation financière lui permettant de faire face à ses obligations de court et moyen terme est donc déficitaire de **60 mds€**... ce qui ne laisse à EDF aucune possibilité de réaliser ses engagements prioritaires pour le respect de la loi sur la transition énergétique et la sûreté de ses installations.

➤ **En empruntant**

Le recours à la dette pourrait permettre de compenser cet écart, mais les choses ne sont pas si simples !

La dette brute d'EDF (y compris les 10 mds€ d'emprunts « hybrides », comptabilisés en capitaux propres) s'élève à près de 75 mds€ (au 31/12/2015)¹³, soit 2,5 fois ses fonds propres (hors hybrides).

Par ailleurs, EDF devra refinancer plus de 20 mds€ d'obligations arrivant à échéance d'ici 2025.

Au-delà d'un surcoût, la sanction annoncée des agences de notation dans le cas d'un engagement ferme et définitif sur Hinkley Point C (dégradation de la note représentant le risque supplémentaire induit) compliquerait considérablement l'accès aux marchés obligataires en augmentant les taux d'intérêts pour compenser les risques.

Bien sûr, l'État actionnaire permet à EDF d'assouplir les conditions de marché, mais il semble désormais très improbable que le projet d'Hinkley Point C parvienne à restaurer la confiance nécessaire pour financer les 60 mds€ nécessaires.

Conclusion

Si Hinkley Point C devait être poursuivi, EDF ne pourrait pas respecter son engagement de développer les énergies renouvelables. De plus, les centrales nucléaires, si elles n'étaient pas fermées, continueraient à se dégrader aux risques et périls de la population. Si l'on considère qu'on ne peut transiger ni sur la sûreté, EDF devra fermer une trentaine de réacteurs d'ici 2025¹⁴.

Hinkley Point C est un projet financièrement suicidaire pour EDF et le système électrique français.

¹³ Document de référence- Rapport Financier Annuel 2015

¹⁴ 29 réacteurs atteindront les 40 ans d'ici 2025. <http://out-of-age.eu/?lang=fr>