

Corrigé du cas EDF-Hinkley Point C

Décembre 2016

Sur 25 points

Première partie : EDF

1/ Procédez à une analyse financière de EDF.

4 points

- *Environnement : une « utility » du secteur de la production et de la distribution d'électricité, leader en France et important en Europe. Un opérateur « historique » maintenant ouvert à la concurrence, coté en bourse, mais qui demeure largement dominé par l'Etat français (85% du capital)*
- *Particularisme comptable : les très importantes provisions pour démantèlement futur des vieilles centrales nucléaires, ainsi que celles pour retraites, sont en fait de la dépense future certaine, donc de la dette future, à intégrer dans la vision globale de l'endettement net financier, sous déduction des placements dédiés en couverture de ces provisions. Ce solde est donc bien à ajouter à la ligne comptable au passif du bilan « Endettement bancaire et financier net » qui, seul, ne reflète que partiellement la réalité de l'endettement d'EDF*
- *Création de richesse :*
 - *Le CA est assez résilient et à peu près stable sur la période 2012/2015, ce qui n'est pas surprenant dans le contexte d'un marché de la consommation d'électricité en Europe sans croissance, et avec des économies de pays développés atones et à la recherche d'économies d'énergie*
 - *Les marges d'EDF demeurent assez stables, et de niveau plutôt satisfaisant dans l'ensemble, la marge d'EBE (autour de 22/23%) résistant un peu mieux que la marge de résultat d'exploitation (en légère baisse sur la période de 12% à 11%) du fait du poids des amortissements industriels (qui croissent et qui représentent environ la moitié de l'EBE). A noter que le résultat net 2015 a été grevé par une dépréciation significative du goodwill de 3,5 Md€.*
- *Investissements : EDF est en période d'investissements lourds sur la période, avec entre 13 Md€ et 15 Md€ d'investissements industriels par an, et des investissements annuels très supérieurs aux dotations aux amortissements (7 à 9 Md€ par an). Les actifs industriels représentent la totalité de l'actif économique avec un BFR total (exploitation + hors exploitation) légèrement négatif de 1 à 2 Md€ mais qui constitue une goutte d'eau au regard des près de 120 Md€ d'actifs immobilisés : voici bien une « utility » typique, à très forte intensité capitalistique (CA/Actif Economique d'environ 0,6).*
- *Financement :*
 - *Les flux d'exploitation sur la période ne couvrent en général pas les investissements, de sorte que les flux de trésorerie disponibles (après charges financières) sont le plus souvent négatifs de 3 à 5 Md€ par an (à l'exception de 2013, où les FTD ont été positifs à la faveur d'une baisse du BFR d'exploitation qui a eu un impact favorable sur les besoins de financement d'EDF)*
 - *En l'absence d'augmentation de capital sur la période et avec des dividendes annuels assez stables dans la zone des 2 Md€, la consommation annuelle nette de cash se traduit mécaniquement par un alourdissement de la dette nette chaque année (sauf en 2013)*
 - *La dette financière nette, en y intégrant la ligne « provisions financières nettes des actifs financiers en couverture » pour les raisons indiquées plus haut, passe de 72 Md€ fin 2012 à 80,1 Md€ fin 2015, avec un « levier » (dette nette totale / EBE) se maintenant autour de x4,5. Même si un levier élevé*

n'est pas anormal pour une « utility » qui a une activité assez résiliente et qui doit financer une bonne partie de ses lourds investissements par de la dette, cela constitue un niveau très élevé, peu fréquent pour une société cotée, et qui pose forcément la question de l'évolution à long terme du financement si EDF continue à générer des FTD négatifs... Et sans même parler du financement futur de Hinkley Point C ! Seul facteur (un peu) rassurant, une bonne partie de cette dette a une échéance lointaine (les provisions retraites et pour démantèlement) ce qui éloigne le spectre d'une crise de liquidité à court terme.

- *Rentabilité : la rentabilité économique (ROCE), assez médiocre autour de 5-6%, tend à décliner graduellement ; suivant les années elle est très proche voire inférieure au coût du capital. La rentabilité des capitaux propres (ROE autour de 13-16%) bénéficie, dans le contexte de l'endettement très élevé, d'un effet de levier considérable. L'énoncé enfonce d'ailleurs allègrement le clou en disant que l'effet de levier explique à lui-seul les 2/3 du ROE !*
- *Au global : un très gros opérateur historique, à forte intensité capitalistique, avec une activité stablo-déclinante et une rentabilité économique médiocre. EDF porte déjà une très forte dette alourdie par des engagements futurs (retraites et démantèlement) et n'a eu guère d'autre option, pour le moment, que de recourir à l'endettement complémentaire dans un contexte où son exploitation ne couvre pas ses besoins d'investissements importants et avec un actionnaire dominant, l'Etat, bien connu pour son caractère impécunieux, qui ne lui apporte pas facilement un apport en capitaux propres, mais prélève régulièrement des dividendes.*

2/ Si EDF devait procéder à une dépréciation de 50 % de son goodwill, quelles conséquences cela aurait-il sur sa solvabilité ? Sur sa liquidité ? Une telle dépréciation vous paraît-elle plausible, nécessaire, au vu de ce que vous savez et d'un coût du capital du groupe de l'ordre de 6% ? **1 point**

La dépréciation supplémentaire de 50 % du goodwill, soit $10/2 = 5$ Md€, imputerait in fine les capitaux propres d'EDF de 14 % ($5/35,5$), ce qui aurait un certain impact sur la solvabilité d'EDF, mais pas sur sa liquidité (l'amortissement du goodwill est comptable, sans impact sur le cash).

Cette dépréciation est plausible, mais sans pour autant être certaine au vu des données du cas : la rentabilité économique (ROCE), de 5,4 % en 2015, passe donc juste en dessous d'un coût du capital (WACC) de l'ordre de 6%, mais l'écart n'est pas encore massif. Il faudra voir comment la rentabilité évoluera en 2016, voire les années suivantes, car un passage durable du ROCE en-dessous du WACC témoignerait d'un phénomène de « destruction de valeur » pouvant pousser les commissaires aux comptes à exiger une dépréciation complémentaire du goodwill.

3/ Procédez à une analyse boursière de EDF.

2 points

En dépit du faible flottant de 15%, on peut considérer que le cours de bourse est un bon marqueur de la valeur car son montant en absolu de 3,2 Md€ est important ($15\% \times$ capitalisation boursière de 21 Md€).

A environ 10€ actuellement, le cours d'EDF a considérablement baissé, en gros divisé par 3 depuis 10 ans (en gommant le pic des plus de 80€ de 2008). Depuis 2012, qui correspond à l'horizon des états financiers fournis, le cours a continué à baisser sur 4 ans, et avec une volatilité toujours très importante, ce qui n'est pas surprenant au vu de la montagne de dette sur lequel les capitaux propres sont adossés : avec 21 Md€ de valeur des capitaux propres pour une valeur de l'actif économique de 101 Md€ ($21+80$), une variation d'un seul demi-point du multiple d'EBE fait varier la valeur de l'actif économique de 9 Md€ et donc la valeur de capitaux propres (capitalisation boursière) de plus de 40 % !

Mis à part le niveau extrêmement bas de 2012, le PER ressort en baisse sur 3/4 ans, et est depuis 2 ans dans la zone des 7x. Mis à part également 2012, les multiple d'EBE et de résultat d'exploitation (actuellement environ 6x et 11x)

se sont également tassés, d'environ 1 point. Avec ces multiples de valorisation modestes et tendanciellement déclinants, le marché semble moyennement optimiste sur les perspectives de croissance futures. Il semble aussi préoccupé par le risque des capitaux propres (du fait de la dette) avec un niveau de PER particulièrement faible.

L'importance du rendement (8%) frappe, et s'explique sans doute peut-être par la volonté d'EDF de défendre son « profil boursier » de société à fort rendement...et aussi par la volonté de l'Etat-actionnaire de se procurer des ressources budgétaires via les dividendes perçus. D'ailleurs, le taux de distribution élevé de 60 % environ sur la période frappe encore plus, dans le contexte d'une société qui aurait pourtant grand besoin d'autofinancer une part plus importante de ses investissements.

Le PBR de 0,6 (qui se dégrade dans le temps) avec pourtant une rentabilité des capitaux propres de près de 16% en 2015, témoigne bien de la perplexité des investisseurs et de l'importance du risque perçu sur l'action. L'explication de ce PBR inférieur à 1 est l'anticipation d'une baisse dans le futur de la rentabilité des capitaux propres parallèle à celle des résultats et du BPA. En effet il est très improbable que, dans le contexte actuel, les actionnaires demandent une rentabilité de plus que les 16% de rentabilité comptable des capitaux propres.

4/ En utilisant les données de l'annexe 3, calculez les flux de trésorerie disponible de EDF de 2016 à 2020. Pour simplifier les calculs, vous pourrez prendre un taux d'impôt sur les sociétés de 25 %.

1 point

Sur la base des prévisions d'UBS (annexe 3), les flux de trésorerie disponibles (avant frais financiers) sont les suivants :

(en Md€)	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat d'exploitation (EBIT)	8	5	3	3	2
- Impôt théorique (@25%)	-2	- 1,25	- 0,75	- 0,75	- 0,5
= Rés. expl. après impôt théorique	6	3,75	2,25	2,25	1,5
+ Dotations aux amortissements	+9	+ 9	+ 10	+ 10	+ 11
- Investissements	- 11	- 11	- 11	- 11	- 11
- Variation du BFR (-2 - -2)	0	0	0	0	0
= Flux de trésorerie disponible (avant frais financiers) (1)	4	1,75	1,25	1,25	1,5

5/ Retranchez de ces flux de trésorerie disponible de EDF de 2016 à 2020 calculés à la question précédente, les frais financiers de la dette et le dividende (que vous prendrez stable sur la période à 1,5 Md€ par an). Pour simplifier les calculs, vous pourrez retenir un taux d'impôt sur les sociétés de 25%.

1 point

UBS prévoit 3 Md€ de frais financiers nets (i.e. nets des produits financiers, et non pas nets d'impôts !) par année, soit, après effet fiscal, $3 \times (1-25\%) = 2,25$ Md€. Avec un dividende stable de 1,5 Md€ par an, la sortie annuelle de complémentaire de cash est donc de 3,75 Md€, à retrancher aux FTD de la question 4, donc :

Solde total.....	0,25	- 2	-2,5	-2,5	-2,25
------------------	------	-----	------	------	-------

6/Montrez en quoi les chiffres précédents vous permettent de calculer très simplement la dette nette, y compris les provisions de nature financière nette des actifs financiers de couverture, de EDF chaque année, pour autant qu'il n'y ait pas d'augmentations de capital. Pouvez-vous chiffrer le montant de cette dette nette fin 2020 y compris les provisions de nature financière nette des actifs financiers de couverture ?

1 point

Les Flux de Trésorerie Disponibles (FTD) doivent permettre de rémunérer les apporteurs de fonds, et notamment pour payer les intérêts sur l'endettement et verser des dividendes.

Les provisions pour démantèlement sont considérées comme des dettes à long terme. Les dotations supplémentaires annuelles pour couvrir des éventuelles révisions à la hausse des estimations des coûts de démantèlement sont incluses dans les charges d'exploitation. La hausse du montant de cette provision due à la désactualisation sur un an de la provision est incluse dans les frais financiers.

Les droits à retraite additionnels acquis par les salariés actuels au cours d'un exercice sont comptabilisés dans le compte de résultat par le biais d'une provision intégrée aux charges de personnel (et donc incluse dans l'EBE).

En conséquence le solde de trésorerie constitué par les FTD diminués du versement des frais financiers et des dividendes constitue l'augmentation de l'endettement net (y inclus les provisions de nature financière nettes des actifs financiers de couverture) puisqu'il est postulé à ce stade qu'il n'y a pas d'augmentation de capital.

Le solde de trésorerie après versement des frais financiers et des dividendes, cumulé sur les années 2016 à 2020 représente -9,5 Mds€ ; l'endettement net total (y inclus les provisions de nature financière nettes des actifs financiers de couverture) à fin 2020 sera de $33,53 + 46,56 + 9 = 89,1$ Mds€.

7/ Que pensez-vous du niveau d'endettement net de EDF en 2020 avant prise en compte des effets de l'investissement Hinkley Point ? **1 point**

A fin 2020, l'endettement total net représentera presque 7 fois l'EBE d'EDF, soit un niveau très élevé, d'autant que l'EBE d'EDF est en baisse tendancielle. Cet endettement demeure élevé même en prenant en compte le fait que les actifs d'EDF sont principalement constitués de centrales qui sont exploitées sur de très longues durées et lui assurent une certaine visibilité sur ses flux. Même en ne tenant pas compte des provisions (qui correspondent à des décaissements lointains), on a un ratio dette nette/EBE de $(46,6 + 9)/13 = 4,3$, qui est très élevé.

8/ Que pensez-vous que sera l'évolution probable du dividende par action de EDF dans les années à venir ? Pourquoi ? **1 point**

Selon les prévisions fournies en annexe 3 le résultat net d'EDF va continuer de baisser, devenir négatif à partir de 2018 et se creuser encore plus en 2019 et 2020.

Le maintien d'un dividende stable (représentant un débours de liquidités de 1,7 Md€ en 2015) n'est dans ce contexte pas cohérent avec l'évolution prévue des résultats ; il l'est d'autant moins qu'il ne pourrait se faire qu'au prix d'une augmentation de l'endettement net déjà très élevé d'EDF.

9/ Si, comme directeur financier de EDF, vous aviez à placer les fonds contrepartie des provisions pour démantèlement des centrales nucléaires qui seront à démanteler dans 20 ans, le feriez-vous principalement en placements monétaires (dettes à court terme), en placements obligataires (dettes à long terme), ou en placements actions ? Pourquoi ? **1 point**

Les engagements pour démantèlement étant des engagements certains à très long terme (20 ans ici), le directeur financier peut composer un portefeuille avec des actions et des obligations mais sans placement monétaire.

Sans placement monétaire car il s'agit d'un placement à court terme qui rapporte peu, voire rien ce moment, et qui n'est adapté que pour des placements temporaires en anticipation de sorties de fonds prochaines.

Avec des actions car sur le long terme, elles rapportent plus que les obligations et les placements monétaires. Si elles sont plus risquées en contrepartie, EDF a le temps d'attendre qu'elles remontent puisque les fonds ne seront déboursés que dans 20 ans. Le temps permet de prendre des risques.

Avec des obligations afin de limiter pour partie le risque action car même sur 20 ans, il ne peut pas être totalement éliminé ou négligé.

10/ Même question si le démantèlement devait intervenir l'an prochain. Pourquoi ? **1 point**

Dans ce cas, il faut éliminer la composante actions qui est bien trop imprévisible et fluctuante sur un an, limiter la part de l'obligataire (voire l'annuler) et avoir une grande majorité des actifs en placements monétaires qui n'ont pas de risques de fluctuation de la valeur sur un an, puisque le décaissement des fonds intervient dans un an.

11/ Quelle est la conséquence sur le coût du capital de EDF d'avoir un niveau d'endettement plus élevé que la plupart des électriciens européens ? Pourquoi ? **1 point**

Le coût du capital ne dépend pas de la structure financière mais uniquement du risque de l'actif économique. Par conséquent, le niveau d'endettement particulièrement élevé d'EDF est sans conséquence sur son coût du capital.

12/ Quelle est la conséquence sur le coût des capitaux propres de EDF d'avoir un niveau d'endettement plus élevé que la plupart des électriciens européens ? Pourquoi ? **1 point**

Le niveau d'endettement particulièrement élevé d'EDF augmente le risque financier supporté par ses actionnaires (par rapport aux actionnaires d'un autre électricien ayant un actif économique équivalent et un endettement plus faible). Par conséquent, ce niveau d'endettement va renchérir le coût des capitaux propres d'EDF (les actionnaires vont exiger une rentabilité supérieure pour compenser le niveau de risque supérieur). Ce renchérissement intervient par l'intermédiaire d'un coefficient bêta pour les actions EDF plus élevé du fait de l'endettement qui, en élevant le point mort de EDF et en accroissant la part des coûts fixes dans le total des coûts, rend le groupe plus sensible à la conjoncture économique générale.

Seconde partie : Hinkley Point

13/ Le coût du capital que devrait retenir EDF pour apprécier la centrale nucléaire de Flamanville est différent du coût du capital que EDF utilise pour valoriser ses centrales nucléaires françaises construites dans les années 1980 estimé à 6 % ? Pourquoi ? Lui est-il inférieur ou supérieur ? **1 point**

La centrale nucléaire de Flamanville repose sur une technologie nouvelle « EPR » dont la viabilité opérationnelle et le modèle économique n'ont encore jamais été prouvés : aucun des quatre projets recensés (dont Flamanville) n'a encore abouti. Elle supporte donc un risque économique beaucoup plus élevé que les centrales nucléaires « historiques » d'EDF, qui reposent sur une technologie maîtrisée. Les retards très importants sur les projets EPR et les dérapages dans les coûts mentionnés en page 5 du cas soulignent et illustrent clairement le risque de ces « prototypes ». Par conséquent le coût du capital que devrait retenir EDF doit être nettement supérieur au 6% des centrales nucléaires « historiques », tant que ce modèle n'a pas fait ses preuves.

14/ EDF doit-il utiliser le même coût du capital pour apprécier la rentabilité de son futur EPR de Hinkley Point C au Royaume-Uni que celui de Flamanville en France ? Pourquoi ? Lui est-il inférieur ou supérieur ? De combien ? Pourquoi ? **1 point**

En l'absence d'information plus précise sur les deux projets, on peut considérer qu'ils portent un risque économique proche puisque ces projets reposent tous les deux sur la technologie EPR. Néanmoins, il faudra utiliser un coût du capital supérieur pour Hinkley Point afin de refléter le différentiel d'inflation entre la France et le Royaume Uni. Ce différentiel d'inflation est obtenu ici en comparant les taux d'intérêts des obligations d'Etat entre le Royaume Uni (2,1% à 30 ans) et la France (1,5%) en considérant que ces deux pays présentent un risque de crédit équivalent. Ainsi, la rentabilité exigée (= le coût du capital) sera supérieure de 0,6% pour Hinkley Point pour refléter des attentes d'inflation supérieure au Royaume-Uni par rapport à la France.

15/ Sachant que le TRI du projet Hinkley Point C est estimé à 9 %, auriez-vous recommandé, d'un strict point de vue financier, de réaliser cet investissement ? Pourquoi ? **1 point**

D'un point de vue financier, un investissement n'est justifié que si son TRI est supérieur ou égal au coût du capital. On peut ici douter que cela soit le cas, car, d'après les réponses questions 13 et 14, le coût du capital devrait être nettement supérieur à 6% du fait du risque lié à la technologie non maîtrisée et au différentiel d'inflation : le coût du capital de ce projet devrait donc être probablement équivalent ou supérieur à 9%.

Par ailleurs, on peut penser que le TRI de 9% est optimiste en ce sens qu'il est probablement un maximum compte tenu de la probabilité significative d'un retard comme constaté historiquement sur les autres projets (d'après l'énoncé ; « 4 ans de retard dans le démarrage des 2 EPR coûterait 5,2 Md€ et réduirait le TRI à 7,8 % ») dans un pays qui n'a pas construit de centrales nucléaires depuis plus de 20 ans. Je n'aurai donc pas recommandé ce projet en l'état.

16/ Compte tenu de vos réponses à des questions précédentes et de ce que vous savez de la technologie EPR, pensez-vous que EDF puisse financer sa part (66,5 %) de cet investissement nouveau (dont le solde à réaliser est de 21,6 Md€) par endettement exclusivement ? Pourquoi ? **1 point**

La part du solde de financement de cet investissement revenant à EDF est de $65\% \times 21,6 \text{ Md€} = 14,1 \text{ Md€}$. Il semble impossible en l'état qu'EDF puisse financer ce montant exclusivement par de la dette car :

- *D'une part, son niveau d'endettement net, avant projet, est déjà très élevé (cf. Q.7 : ratio dette nette/EBE > 7 avant le projet, et 4,6 hors les provisions long terme). Un financement 100% par dette viendrait donc dégrader une situation qui semble d'ores et déjà difficile, d'autant que cet investissement se traduira par des débours de trésorerie pendant 6 ans de 2019 à 2024 avant de commencer à générer des revenus seulement en 2025 ;*
- *Et d'autre part le niveau de risque intrinsèque associé à cet investissement semble incompatible avec les exigences d'un financement entièrement par dette car les expériences comparables de projets d'EPR décrites page 5 montrent que les incertitudes sur la régularité et les montants des flux de trésorerie disponible associés à cette technologie sont fortes (décalage de calendrier, montant des investissements in fine nettement supérieurs). Or, un financement 100% par dette exige cette prévisibilité et cette régularité, car les échéances de remboursement, elles, ne souffrent aucun retard !*

17/ Si EDF décidait de procéder à une augmentation de capital de 4 Md€ dans les prochaines semaines afin de financer sa part dans cet investissement, pensez-vous que le timing d'une augmentation de capital soit le meilleur pour ses actionnaires ? Pourquoi ? **1 point**

Comme le cours de Bourse de EDF est au plus bas historique, le timing d'une augmentation de capital n'est pas idéal d'un point de vue financier pour ses actionnaires. Mais comme le principal actionnaire de EDF (à 85%) est l'Etat français, on peut penser qu'il a d'autres préoccupations que purement financières

18/ Que pensez-vous de ce montant d'augmentation de capital de 4 Md€ compte tenu des analyses que vous avez faites ? Pourquoi ? **1 point**

Ce montant de 4 Md€ d'augmentation de capital conduirait à financer l'investissement à 28 % ($4/14,1$) par capitaux propres et donc par dette pour le solde (puisque l'autofinancement dégagé par EDF est absorbé par ses autres investissements et le paiement des frais financiers de la dette, cf. questions 4 et 5). Dans le bilan 2015, les capitaux propres représentent 25 % des capitaux investis ($28,6/115,6$). Autrement dit pour un investissement significativement plus risqué que les actifs en place, EDF adopte le même financement que celui actuellement en place. En toute rationalité, on aurait pu s'attendre à un financement par augmentation de capital plus important pour tenir compte de ce surcroît de risque ; mais il paraît probable que l'Etat français, compte tenu de son impécuniosité, a imposé cette solution qui limite son effort financier.

19/ Et pourtant, si EDF faisait une augmentation de capital de 4 Md€ dans les prochaines semaines ou les prochains mois, quelle en serait la raison à votre avis ? **1 point**

La raison principale d'une telle annonce serait le renforcement de la structure financière du groupe dont on a vu à la Q.7 qu'elle n'était pas soutenable à court terme et moins encore à moyen et long terme en anticipant les besoins d'investissements lourds associés au projet Hinkley Point C et aux investissements de rénovation du parc nucléaire français. Il paraît impossible de faire l'investissement Hinkley Point C sans faire une augmentation de capital pour le financer au moins partiellement par capitaux propres.

20/ Si l'Etat français participait à l'augmentation de capital à hauteur de sa participation dans EDF, serait-ce un signal ? Si oui, serait-il positif ou négatif ? **1 point**

Ce n'est pas un signal car l'Etat français n'a pas d'autre choix que de suivre cette augmentation de capital à au moins hauteur de sa part. Sa position d'actionnaire à 85 %, le caractère stratégique et régalién d'EDF, et la situation financière du groupe ne lui donnent aucune marge de manœuvre une fois qu'il a approuvé cet investissement. Si l'Etat n'assumait pas sa part de l'augmentation de capital, il serait probablement quasiment impossible de la placer auprès des autres actionnaires qui devraient alors investir 125 % du montant de leur investissement actuel dans EDF dans leur souscription à l'augmentation de capital. En effet détenant 15% d'une entreprise qui capitalise en Bourse 21 Md€, soit 3,15 Md€, il faudrait qu'ils investissent 4 Md€.

21/ Quelles sont les raisons qui ont poussé, à votre avis, le directeur financier d'EDF, Thomas Piquemal, à donner sa démission au 1^{er} mars 2016 sur le sujet de l'investissement Hinkley Point C ? **1 point**

Parce que trop c'est trop !

Hors Hinkley Point C, EDF est déjà très endetté avec des résultats et une rentabilité médiocre. EDF a encore des chantiers considérables à finir : EPR de Flamanville à terminer et à lancer en production ; grand carénage des centrales nucléaires actuelles, démontrer que l'on peut démanteler une centrale nucléaire dans les conditions de coûts prévus et provisionnés, et ceci dans un environnement où le prix de l'énergie est bas et où la dette de EDF est déjà très importante.

Dans ces conditions entamer un investissement en part EDF de 14 Md€ dans un pays où le savoir-faire de construction de centrales nucléaires s'est perdu (la dernière le fut il y a 20 ans), avec une technologie qui n'a pas encore démontré sa viabilité technologique et économique, en la finançant principalement par dette ajoute du risque financier à un risque financier déjà élevé et du risque opérationnel élevé à un risque opérationnel. Thomas Piquemal plaidait pour décaler l'investissement Hinkley Point C de 3 ans et/ou de le financer par une part très largement supérieure de capitaux propres que l'Etat français a refusé d'apporter.

Post mortem : Article du quotidien 20 minutes du 4 mai 2016

Pour la première fois, Thomas Piquemal, ancien directeur financier du groupe EDF, est revenu sur les raisons de sa démission...

Pourquoi a-t-il claqué la porte d'EDF ? Depuis le 1er mars, [jour de sa démission](#), Thomas Piquemal a toujours refusé de l'expliquer. Il a décliné toutes les demandes d'interviews. Et repoussé toutes les possibilités d'entretiens publics. Par « devoir de réserve », justifie-t-il. Jusqu'à ce mercredi. Pour la première fois, le désormais ex-directeur financier du leader Français de l'électricité a accepté de raconter comment il en est arrivé à démissionner – ce qu'il a fait à contrecœur ou plutôt, pour reprendre ses mots, « en désespoir de cause, par désespoir tout court d'ailleurs, parce que moi, je n'avais pas du tout envie de partir d'EDF ».

Thomas Piquemal ne s'est pas confié aux médias, mais aux députés, en tout cas à ceux siégeant à la commission des [Affaires économiques de l'Assemblée nationale](#) lors d'une audition ouverte à

la presse. EDF étant détenue à près de 85 % par l'Etat et les parlementaires ayant demandé à le recevoir, il lui a semblé juste de leur « rendre des comptes ».

Ceux qui ont suivi l'affaire Piquemal le savaient déjà : l'homme est parti à cause d'Hinkley Point, ce projet de construction de deux réacteurs EPR en Angleterre dont le chantier est évalué à 18 milliards de livres (23 milliards d'euros). Mais dans quelles conditions précises s'est déroulé ce départ ? Faut-il en conclure qu'Hinkley Point devrait être abandonné ? Et surtout, d'autres raisons l'ont-elles incité à quitter le navire EDF ?

Thomas Piquemal a choisi de s'expliquer en reprenant la chronologie des événements. Fin 2013, le projet d'Hinkley Point le réjouit. Mais « tout change » en 2014 : le gouvernement britannique ne souhaite plus garantir financièrement le chantier et l'un des partenaires d'EDF dans ce projet, le Français Areva, commence à battre de l'aile.

En 2015, rien ne s'arrange. Au contraire : un nouveau retard est annoncé sur le chantier de l'EPR de Flamanville et EDF est contrainte de reprendre la division réacteurs d'Areva, désormais à l'agonie. Framboise sur le pudding : les prix de l'électricité s'effondrent.

« Mon rôle n'est pas de dire oui ou non, mais de trouver des solutions »

Le contexte est donc mauvais mais, comme le dit Piquemal : « Mon rôle en tant que directeur financier n'est pas de dire oui ou non à un projet jugé stratégique par l'entreprise, mais de trouver les solutions permettant de mener ce projet à son terme. »

Il cherche donc ces solutions. D'abord en parcourant le monde, afin de trouver de nouveaux investisseurs pour épauler EDF – il n'essuie que des refus. Puis en proposant un renforcement des fonds propres de l'entreprise et donc, un engagement financier accru de l'Etat – cela est refusé. Il plaide enfin pour un délai, « un report de trois ans », le temps de mieux consolider le projet dans les comptes. Impossible, lui rétorque Jean-Bernard Lévy, le PDG du groupe. « Il souhaitait avancer le plus vite possible », explique Piquemal.

En février 2016, le directeur financier n'a plus de solutions à proposer. Mais il dresse ce constat : « Fin 2015, EDF avait déjà investi 58 % de son patrimoine dans la technologie EPR. Avec Hinkley Point, cette part allait monter à 70 % ». Et il lâche alors cette phrase terrible : « Mais qui investirait 70 % de son patrimoine sur une technologie dont nous ne savons toujours pas si elle fonctionne ? ».

« J'aurais manqué de loyauté vis-à-vis de mon PDG »

Il étudie alors les options possibles. Alerter les administrateurs et l'Etat ? Il s'y refuse – « J'aurais manqué de loyauté vis-à-vis de mon PDG ». Suivre les ordres en se contentant de croiser les doigts pour que tout se passe bien ? Il le rejette - « Si les choses avaient mal tourné, cela aurait été une faute professionnelle. Et je ne pouvais pas cautionner une décision qui risquait un jour d'amener EDF dans la situation d'Areva ».

Il ne lui reste donc plus que la démission. Il la soumet le 1er mars. Elle est « immédiatement acceptée par Jean-Bernard Lévy », dit-il. Là s'arrête son récit : Piquemal refuse de répondre aux questions concernant l'actualité d'EDF. « Je ne suis plus son directeur financier, je n'ai donc pas de légitimité à vous la commenter », conclut-il.