

# ***Fairness Opinion*** **Alpiq Holding SA**

*Fairness Opinion  
concernant l'offre pu-  
blique d'acquisition de  
Schweizer  
Kraftwerksbeteiligungs-  
AG*

*9 juillet 2019*





## ***Fairness Opinion à l'intention du Conseil d'administration d'Alpiq Holding SA***

Concernant

*l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG portant sur toutes les actions nominatives d'Alpiq Holding SA, Lausanne (Suisse), qui sont détenues par le public*

Zurich, le 9 juillet 2019

---

*PricewaterhouseCoopers SA, Birchstrasse 160, CH-8050 Zurich  
Téléphone : +41 (0) 58 792 44 00, fax : +41 (0) 58 792 44 10, [www.pwc.ch](http://www.pwc.ch)*

---

# Sommaire

---

<b>Sommaire .....</b>	<b>3</b>
<b>Index des abréviations .....</b>	<b>5</b>
<b>1 Introduction.....</b>	<b>6</b>
1.1 Situation initiale .....	6
1.2 Notre mandat .....	7
1.3 Procédure .....	7
1.4 Bases d'évaluation .....	7
<b>2 Aperçu d'Alpiq.....</b>	<b>9</b>
2.1 Structure d'Alpiq.....	9
2.2 Activité commerciale et stratégie.....	9
2.3 Évolution financière historique d'Alpiq .....	10
2.3.1 Chiffre d'affaires net.....	10
2.3.2 Résultat d'exploitation.....	11
2.3.3 Dettes financières et liquidités .....	13
2.4 Contexte de marché actuel et tendances dans le secteur de l'électricité .....	13
2.4.1 Perspectives économiques .....	13
2.4.2 Environnement monétaire .....	14
2.4.3 Tendances dans le secteur de l'électricité .....	14
2.5 Explications relatives à la planification financière d'Alpiq .....	15
<b>3 Considérations de valeurs d'Alpiq .....</b>	<b>18</b>
3.1 Méthode DCF .....	19
3.1.1 Bases théoriques .....	19
3.1.2 Application de la méthode DCF.....	19
3.2 Approche de marché.....	22
<b>4 Analyse du cours de l'action et du volume de négoce .....</b>	<b>24</b>
<b>5 Récapitulatif .....</b>	<b>26</b>
<b>6 Annexes .....</b>	<b>27</b>
Annexe 1 : Dérivation du coût du capital .....	27
Annexe 2 : Analyse des bêtas .....	28

---

Annexe 3 : Détails sur la dérivation de la valeur des fonds propres .....	29
Annexe 4 : Multiples de sociétés cotées comparables .....	30
Annexe 5 : Multiples de transactions comparables .....	31

# ***Index des abréviations***

AES	Association des entreprises électriques suisses
Action d'Alpiq	Action nominative d'Alpiq Holding SA
Alpiq Holding SA	Alpiq
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
CO	Code des Obligations suisse
Conseil d'administration	Conseil d'administration d'Alpiq Holding SA
DCF	Discounted Cash Flow [Méthode du cash-flow actualisé]
Direction	Direction d'Alpiq Holding SA
EBIT	Earnings Before Interest & Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EDFAI	EDF Alpes Investissements Sàrl
Fairness Opinion	Expertise d'évaluation portant sur l'évaluation financière de l'offre publique d'acquisition de Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
FAUB	Comité technique d'évaluation des entreprises
FE	Fonds étrangers
FP	Fonds propres
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. [Institut des experts-comptables en Allemagne]
IFRS	International Financial Reporting Standards [Normes comptables internationales]
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine
Offrant	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
Offre	Offre publique d'acquisition de Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
OIMF-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés
PIB	Produit intérieur brut
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SA	Société anonyme
SIX	SIX Swiss Exchange
SKBAG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG
Société Visée	Alpiq Holding SA

# 1 Introduction

## 1.1 Situation initiale

Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG (« SKBAG » ou l'« Offrant ») a l'intention de soumettre une offre publique d'acquisition (l'« Offre ») au sens de l'art. 125 ss de la Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (« LIMF ») portant sur toutes les actions nominatives d'Alpiq Holding SA (« Alpiq » ou la « Société Visée ») détenues par le public ayant une valeur nominale de 10,00 CHF chacune (l'« Action d'Alpiq ») le ou autour du 9 juillet 2019. Les Actions d'Alpiq sont cotées sur la SIX Swiss Exchange (« SIX ») (numéro de valeur : 3.438.970 ; ISIN : CH0034389707 ; symbole : ALPH).

Le 4 avril 2019, Primeo Holding AG (anciennement EBM (Genossenschaft Elektra Birseck)), EOS Holding SA, EDF Alpes Investissements Sàrl (« EDFAI ») et EDF International SAS ont conclu un contrat d'achat d'actions prévoyant que EDFAI vende sa participation de 25,04 % du capital-actions et des droits de vote d'Alpiq au prix de 70,00 CHF par Action d'Alpiq à parts égales à Primeo Holding AG et EOS Holding SA. Cette transaction a été financée au moyen d'emprunts à conversion obligatoire accordés par l'Offrant, qui doivent obligatoirement être restitués à ce dernier sous forme d'une conversion en actions à l'échéance par le transfert des Actions d'Alpiq acquises par Primeo Holding AG et EOS Holding SA.

EOS Holding SA, SKBAG et le Consortium des Minoritaires Suisses<sup>1</sup> envisagent de se réorganiser en trois groupes d'actionnaires disposant chacun d'un tiers du capital-actions d'Alpiq ou de la société lui succédant après une éventuelle fusion « squeeze-out ». L'Offre est notamment nécessaire pour obtenir la réorganisation prévue.

Concernant l'Offre, Credit Suisse Fondation de placement en tant qu'unique actionnaire de l'Offrant, EOS Holding SA et le Consortium des Minoritaires Suisses, ainsi que les sociétés et les personnes qu'ils contrôlent (directement ou indirectement) sont considérés comme les personnes agissant d'entente avec l'Offrant. Au ~~29 mai~~ 5 juillet 2019, l'Offrant et les personnes agissant d'entente avec lui détiennent ~~24'646'777~~ 24'507'404 Actions d'Alpiq, soit ~~87,9288,42~~ % de son capital-actions.

Si, à l'expiration de l'Offre, l'Offrant et les personnes agissant d'entente avec lui détiennent plus de 98 % des droits de vote de la Société Visée, l'annulation des Actions d'Alpiq restantes sera demandée au sens de l'art. 137 LIMF. Si, à l'expiration de l'offre, l'Offrant et les personnes agissant d'entente avec lui détiennent entre 90 % et 98 % des droits de vote de la Société Visée, cette dernière sera fusionnée avec une filiale directe ou indirecte de l'Offrant et les détenteurs des Actions d'Alpiq restantes seront dédommagés en espèces au sens de l'art. 8, al. 2 de la Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (« LFus »).

<sup>1</sup> Les membres du Consortium des Minoritaires Suisses sont : Aziende Industriali di Lugano (AIL) SA, EBL (Genossenschaft Elektra Baselland), Primeo Holding AG, Eniwa Holding AG, le canton de Soleure et WWZ AG.

## **1.2 Notre mandat**

Le Conseil d'administration d'Alpiq (« Conseil d'administration ») a chargé PricewaterhouseCoopers SA (« PwC ») de préparer une expertise d'évaluation (« Fairness Opinion ») afin de vérifier l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition susmentionnée.

La Fairness Opinion doit fournir aux membres du Conseil d'administration et aux actionnaires publics d'Alpiq une opinion neutre d'une tierce partie afin de juger si le prix offert de 70,00 CHF par action nominative est juste et approprié d'un point de vue financier. Cette expertise résume les résultats de nos analyses. Elle peut être publiée dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de SKBAG portant sur toutes les actions nominatives d'Alpiq qui sont détenues par le public.

Cette expertise ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'Offre. Elle ne contient pas non plus d'estimation des incidences que pourrait avoir l'acceptation ou le rejet de l'Offre.

## **1.3 Procédure**

Pour évaluer le prix d'acquisition offert, PwC a effectué des analyses de valeur détaillées concernant la Société Visée avec pour date d'évaluation le 31 décembre 2018. Il en résulte une fourchette de valeurs des fonds propres (« FP ») et, par déduction, une fourchette de valeurs par Action nominative d'Alpiq dans laquelle devrait se situer une offre d'acquisition plausible et considérée comme financièrement juste.

Les analyses de valeur se basent sur une approche au niveau de l'entreprise. Les effets sur chaque actionnaire – notamment les incidences fiscales – ne sont pas pris en compte. En raison de la diversité des situations des actionnaires concernés, une prise en considération exhaustive ne serait guère possible en pratique.

Notre expertise d'évaluation se base sur la méthode du Discounted Cash Flow (« DCF »), car cette dernière permet d'évaluer au mieux la capacité de rendement future d'Alpiq. En outre, la méthode DCF offre la flexibilité nécessaire, par le biais d'analyses de scénarios, permettant d'augmenter la pertinence des analyses de valeur. Afin de tenir dûment compte du contexte de marché actuellement difficile et des incertitudes concernant les cash-flows futurs, nous avons effectué des analyses de sensibilité qui illustrent les incidences financières en cas de variation des facteurs de valeur clés.

Les résultats de la méthode DCF sont comparés aux résultats de la méthode d'évaluation de marché et plausibilisés. Cette dernière inclut l'analyse de multiples de sociétés cotées en bourse comparables ainsi que l'analyse de transactions comparables.

Enfin, une analyse du cours de l'action ainsi que du volume de négoce est également effectuée afin de comparer les résultats de l'évaluation aux prix de marché actuels.

## **1.4 Bases d'évaluation**

Afin d'évaluer l'Offre, PwC a principalement utilisé les bases d'information et de données suivantes :

- Des informations accessibles au public concernant Alpiq considérées comme pertinentes pour l'analyse, notamment les rapports annuels et semestriels qui ont été publiés de 2016 à 2018, des communiqués de presse ainsi que des articles de journaux ;
- Des informations financières internes préparées par la Direction d'Alpiq (la « Direction ») qui sont considérées comme pertinentes pour l'analyse, notamment le business plan de 2019 à 2029

(y compris les données brutes sous-jacentes) et le plan d'investissement d'Alpiq, tous deux approuvés par la Direction générale le 13 mai 2019 ;

- Des entretiens avec la Direction concernant la situation financière et bénéficiaire actuelle, l'orientation stratégique et les perspectives économiques d'Alpiq ainsi qu'une discussion des facteurs de valeur, hypothèses et risques clés dans le business plan d'Alpiq ;
- Des analyses de marchés des capitaux de Duff & Phelps (2018 Valuation Handbook) ;
- Des données financières et relatives aux marchés des capitaux sur certaines sociétés comparables cotées en bourse, extraites de Capital IQ; et
- Des données de transactions comparables extraites de Capital IQ.

Les informations et réflexions contenues dans le présent document reflètent la situation à la date à laquelle le présent document a été établi et peuvent donc être sujettes à des modifications. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi ni effectué de due diligence. PwC n'a vérifié ni les informations publiques ni celles mises à disposition par Alpiq, mais a supposé qu'elles étaient complètes et exactes. Cependant, notamment pour les informations mises à disposition par Alpiq, PwC a procédé à des contrôles de plausibilité et les a remises en question de manière critique lors d'entretiens avec la Direction.



## ***2 Aperçu d'Alpiq***

### ***2.1 Structure d'Alpiq***

Alpiq, dont le siège se trouve à Lausanne, dispose, d'un capital-actions de 278'746'490 CHF au 31 décembre 2018, constitué de 27'874'649 actions nominatives d'une valeur nominale de 10,00 CHF chacune. Les Actions d'Alpiq sont cotées à la SIX Swiss Exchange sous le code ISIN CH0034389707. Au 31 décembre 2018, l'entreprise compte plus de 1'500 employés.

Au 31 décembre 2018, la structure de gestion d'Alpiq se compose des deux domaines opérationnels Generation Switzerland et Digital & Commerce, ainsi que des deux unités opérationnelles Renewable Energy Sources et Thermal Power Generation. Le Group Center comprend le domaine fonctionnel Financial Services ainsi que les unités fonctionnelles Human Resources, Legal & Compliance, Communications & Public Affairs et Risk Management, qui sont directement subordonnées au CEO. Le 7 décembre 2017, le Conseil d'administration a décidé de modifier l'organisation de la direction du Groupe, ce qui a engendré la création du nouveau domaine opérationnel Generation International, avec comme unités opérationnelles Renewable Energy Sources et Thermal Power Generation à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019.

Il n'existe aucune société cotée dans le périmètre de consolidation du Groupe Alpiq. Par ailleurs, il n'existe pas non plus de participation croisée.

### ***2.2 Activité commerciale et stratégie***

La société Alpiq est une productrice d'électricité, négociante en énergie et prestataire de premier plan. L'entreprise gère un parc de centrales européen hautement flexible et technologiquement diversifié avec une production exempte de CO<sub>2</sub> en Suisse. Les activités d'Alpiq comprennent également la commercialisation de flexibilités issues tant de son portefeuille de centrales que d'unités de production décentralisées appartenant à des tiers en Europe, des activités internationales de négoce, pour des grands clients et le commerce de détail, ainsi que des services énergétiques numériques et la mobilité électrique.

Le domaine opérationnel Generation Switzerland regroupe la production électrique suisse issue de la force hydraulique et de l'énergie nucléaire. Le portefeuille de centrales compte des centrales au fil de l'eau, à accumulation et de pompage-turbinage, des participations dans les centrales nucléaires de Gösgen et de Leibstadt, ainsi que le projet de centrale de pompage-turbinage de Nant de Drance. Le domaine opérationnel gère également les participations dans HYDRO Exploitation SA et Centrales Nucléaires en Participation SA (CNP).

Le domaine opérationnel Generation International englobe la production d'électricité provenant de parcs éoliens, de petites centrales hydroélectriques et d'installations photovoltaïques industrielles, l'exploitation des centrales et le développement de divers projets de parcs éoliens. Le domaine opérationnel comprend également la production d'électricité et de chaleur issue de centrales thermiques situées en République tchèque<sup>2</sup>, en Hongrie, en Italie et en Espagne. Le portefeuille de centrales compte des centrales à gaz à cycle combiné, des centrales dotées de turbine à gaz et des centrales au lignite. L'électricité est vendue sur la marché européen du négoce de l'électricité par le biais du do-

<sup>2</sup> Alpiq a annoncé la vente des centrales à charbon de Kladno et Zlín le 17 mai 2019. La présente Fairness Opinion est donc basée sur le prix de vente communiqué d'environ 310 millions de CHF (« valeur d'entreprise »).

maine opérationnel Digital & Commerce ou par l'intermédiaire de tiers. Dans les quatre pays, les opérateurs de réseaux locaux exploitent en outre ces centrales afin de réguler le réseau.

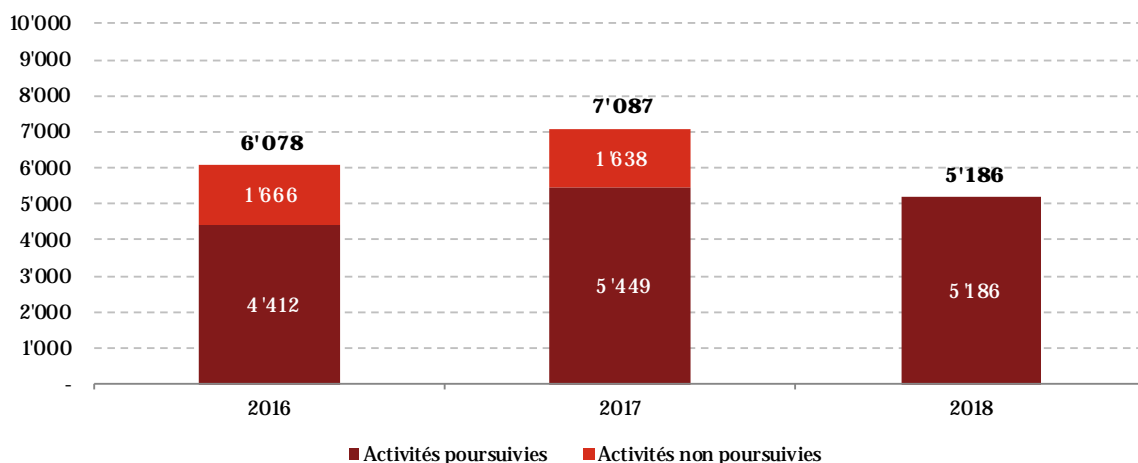
Le domaine opérationnel Digital & Commerce comprend l'optimisation des centrales d'Alpiq, des unités de production décentralisées et de l'électricité issue d'énergies renouvelables et produite par des tiers. Il couvre également le négoce de produits standardisés et structurés dans le domaine de l'électricité et du gaz, de droits d'émission et de certificats. Le domaine opérationnel se concentre en outre sur le développement de produits et services dotés d'intelligence artificielle et d'apprentissage automatique, afin d'optimiser et d'interconnecter à l'avenir tous les systèmes de gestion de l'énergie grâce à la numérisation. Enfin, Digital & Commerce dispose également d'un centre de compétences pour la mobilité électrique, afin de jouer un jour un rôle clé en tant que prestataire de services dans la mobilité numérique en Europe.

La stratégie d'Alpiq vise à se positionner avec succès dans un monde de l'énergie de plus en plus décarboné, numérisé et décentralisé. Du fait de ses investissements passés et à venir dans un parc de centrales électriques hautement flexible, Alpiq entend continuer à renforcer sa position sur le marché de l'électricité européen. Le développement continu des énergies renouvelables ainsi que la décentralisation qui l'accompagne feront progresser la demande de production d'électricité flexible, qui permet de maintenir la stabilité du réseau. En même temps, la décarbonation et la dénucléarisation renforceront la menace d'une pénurie d'électricité et, de ce fait, l'augmentation de pics de prix, ce dont Alpiq compte profiter grâce à son expertise. Enfin, Alpiq entend également profiter de la numérisation croissante en continuant le développement de nouveaux secteurs en pleine expansion. Pour ce faire, de nouveaux modèles d'affaires d'un point de vue client devraient notamment voir le jour. Alpiq vise à faire figure de précurseur en la matière dans le secteur de l'énergie.

## ***2.3 Évolution financière historique d'Alpiq***

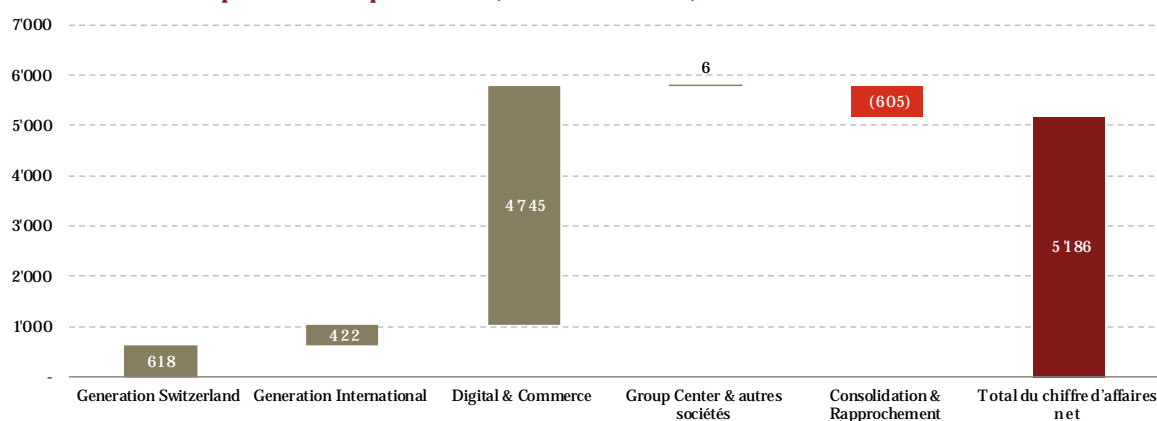
### ***2.3.1 Chiffre d'affaires net***

L'analyse de l'évolution financière historique d'Alpiq n'a qu'une pertinence limitée en raison des mesures de restructuration adoptées par l'entreprise au cours des dernières années. En particulier, le chiffre d'affaires ne peut être comparé que de manière limitée à celui des années précédentes du fait de la vente des activités d'ingénierie à Bouygues Construction en juillet 2018. La Figure 1 illustre l'évolution historique du chiffre d'affaires net après effets exceptionnels, étant entendu qu'il convient de distinguer le chiffre d'affaires des activités poursuivies de celui des activités non poursuivies. On entend par activités poursuivies les activités d'Alpiq au 31 décembre 2018. Il convient en outre de tenir compte du fait que le chiffre d'affaires net des années 2017 et 2018 est représenté selon l'IFRS 15.

**Évolution du chiffre d'affaires net (en millions de CHF)****Figure 1 :** Évolution historique du chiffre d'affaires net après effets exceptionnels 2016-2018 (source : Alpiq)

Les activités poursuivies ont généré un chiffre d'affaires net d'environ 5,2 milliards de CHF durant l'exercice 2018, ce qui correspond à une diminution de près de 263 millions de CHF par rapport à l'année précédente (-4,8 %). Le chiffre d'affaires net avant effets exceptionnels est inférieur de 214 millions de CHF à celui de l'exercice dernier. Cela est principalement dû à une baisse du résultat des opérations de négoce et des recettes du domaine opérationnel Generation Switzerland.

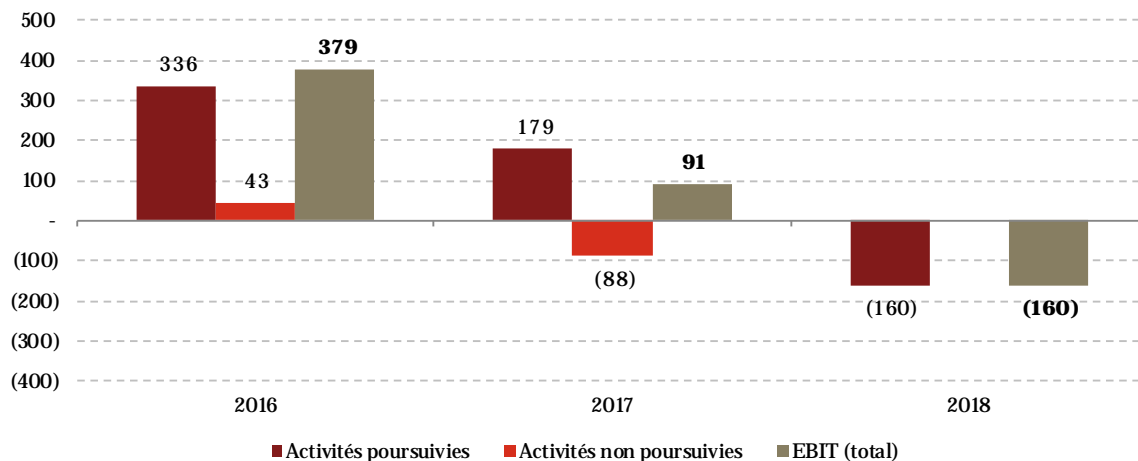
La figure suivante indique la contribution des divers domaines opérationnels au chiffre d'affaires net après effets exceptionnels en 2018. Avec un chiffre d'affaires net de plus de 4,7 milliards de CHF, le domaine opérationnel Digital & Commerce génère la plus importante part de chiffre d'affaires net, suivi par Generation Switzerland (avec 618 millions de CHF) et Generation International (avec 422 millions de CHF).

**Chiffre d'affaires net par domaine opérationnel (en millions de CHF)****Figure 2 :** Chiffre d'affaires net après effets exceptionnels en 2018 par domaine opérationnel (source : Alpiq).**2.3.2 Résultat d'exploitation**

Le résultat d'exploitation (Earnings Before Interest and Taxes, « EBIT ») a connu une constante diminution au fil des dernières années, passant de 379 millions de CHF en 2016 à -160 millions de CHF en 2018. Alors que la contribution des activités non poursuivies à l'EBIT était positive en 2016 (43 millions de CHF), une perte de 88 millions de CHF a été enregistrée l'année suivante. La Figure

3 illustre l'évolution historique du résultat opérationnel après effets exceptionnels, étant entendu qu'il convient à nouveau de distinguer entre les activités poursuivies et celles non poursuivies.

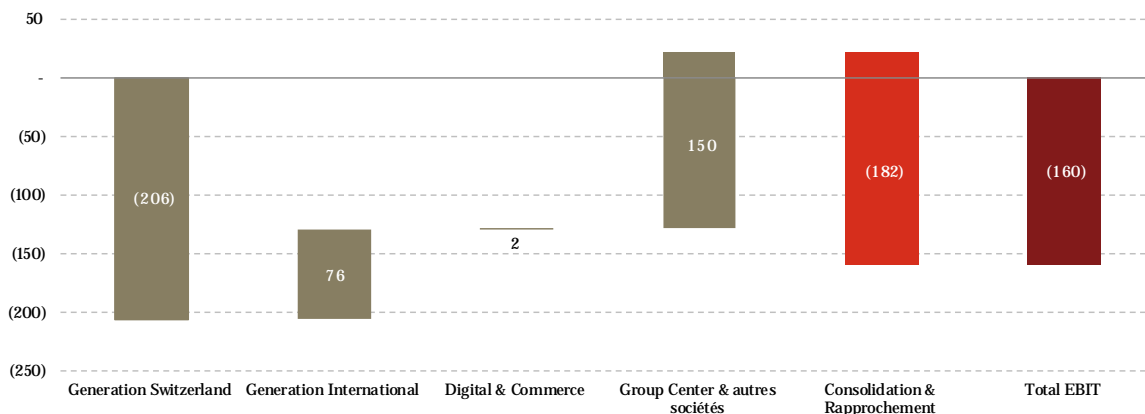
#### Évolution EBIT (en millions de CHF)



**Figure 3 :** Évolution historique de l'EBIT 2016-2018 (source : Alpiq)

Le résultat d'exploitation d'Alpiq a subi une nette diminution en 2018 comparé à l'année précédente. Celle-ci s'explique en grande partie par le fait que les prix de l'électricité, qui étaient garantis les années précédentes, ont été inférieurs aux coûts de production. La hausse des prix intervenue depuis n'aura des répercussions positives sur le résultat qu'à partir de 2020. En revanche, la production d'électricité en Europe, ainsi que les activités de négoce d'énergie, les activités industrielles, pour les grands clients et le commerce de détail dans le Sud et l'Ouest de l'Europe ont affiché des résultats très satisfaisants. La figure suivante résume la contribution des divers domaines opérationnels au résultat opérationnel après effets exceptionnels en 2018.

#### EBIT par domaine opérationnel (en millions de CHF)



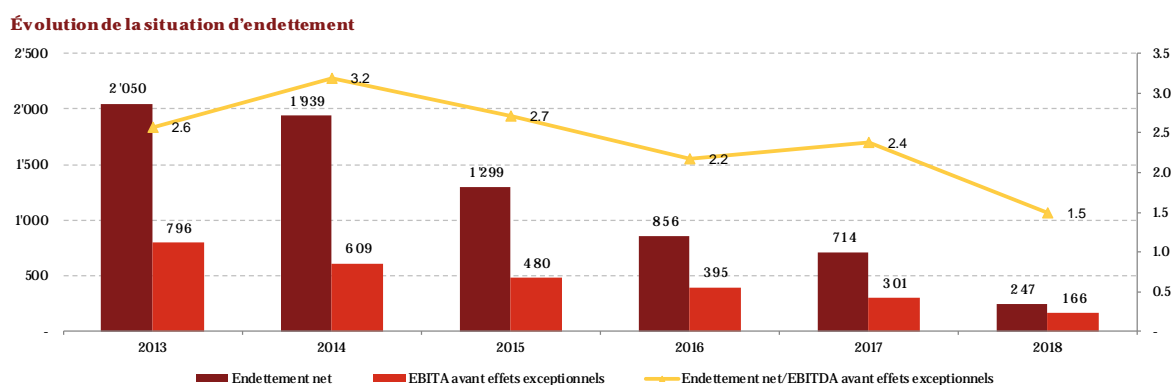
**Figure 4 :** EBIT 2018 par domaine opérationnel (source : Alpiq).

### 2.3.3 Dettes financières et liquidités

Alpiq a fortement réduit son endettement net ces dernières années, de 2'050 millions de CHF en 2013 à 247 millions de CHF en 2018. Cette réduction résulte d'une part de la concentration sur l'activité principale (vente des domaines opérationnels et des participations non pertinentes sur le plan stratégique), et d'autre part de mesures de restructuration interne, notamment de l'optimisation des coûts.

Les dettes financières à court et long termes ont pu être réduites d'environ 600 millions de CHF au cours de l'exercice 2018, notamment grâce au remboursement de deux emprunts obligataires arrivés à échéance et d'un prêt passif, ainsi qu'au quatrième rachat d'emprunts. Grâce à la vente des activités d'ingénierie, l'endettement net a fortement baissé, passant de 714 millions de CHF à 247 millions de CHF. Grâce à ces mesures et malgré un résultat opérationnel avant amortissements (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation, « EBITDA ») en recul, le ratio d'endettement a baissé de 2,4 à 1,5.

La Figure 5 illustre l'évolution historique de l'endettement net et du ratio d'endettement. L'endettement a été calculé selon les prescriptions comptables applicables à Alpiq (le capital hybride tiers et l'actionnariat faisant partie des fonds propres).



**Figure 5 :** Évolution historique de l'endettement 2013-2018 (source : Alpiq)

## 2.4 Contexte de marché actuel et tendances dans le secteur de l'électricité

### 2.4.1 Perspectives économiques

D'après l'analyse de la Banque nationale suisse<sup>3</sup>, l'activité économique mondiale a accusé un ralentissement plus marqué que prévu. La croissance a en partie été freinée par des facteurs temporaires. De plus, la dynamique conjoncturelle sous-jacente a aussi ralenti dans de nombreux pays industrialisés. En particulier, la production de l'industrie manufacturière a affiché une évolution peu soutenue dans de nombreuses régions. La croissance et le renchérissement ont une nouvelle fois été plus faibles, dans quelques pays, que ne l'avaient prévu la plupart des analyses. Ceci a entraîné une baisse des anticipations sur les taux directeurs dans les principales zones monétaires. En outre, des incertitudes relatives à la conjoncture et à la situation politique ont eu pour effet d'accroître la volatilité ainsi que les primes de risques sur les marchés financiers fin 2018. Dans ce contexte, la Banque nationale suisse a revu à la baisse les hypothèses de son nouveau scénario de base pour l'économie mondiale concernant la croissance des pays industrialisés au premier semestre 2019. Néanmoins,

<sup>3</sup> Source : Banque nationale suisse, conférence de presse du 21 mars 2019.

elle s'attend à ce que dans les mois à venir, la conjoncture mondiale continue à croître dans le cadre de son potentiel, soutenue en cela par la politique monétaire expansionniste, par la robustesse du marché du travail et, dans certains pays, par la politique fiscale.

En Suisse, après une progression soutenue les trimestres précédents, le produit intérieur brut (« PIB ») a stagné au second semestre 2018. La croissance est néanmoins restée vigoureuse sur l'ensemble de l'année, s'inscrivant à 2,5 %. L'utilisation des capacités de production des entreprises s'est montrée élevée, et la situation sur le marché du travail s'est constamment améliorée. Le nombre de chômeurs a continué de baisser, le taux de chômage s'étant inscrit à 2,4% en février 2019. D'après la Banque nationale suisse, les indicateurs conjoncturels signalent actuellement une dynamique modérément positive. Dès lors, après une stagnation enregistrée au second semestre 2018, la croissance du PIB devrait à nouveau s'accélérer légèrement. Pour l'ensemble de l'année 2019, la Banque nationale suisse s'attend encore à une progression du PIB d'environ 1,5 %.

#### *2.4.2 Environnement monétaire*

D'après l'analyse de la Banque nationale suisse<sup>4</sup>, le franc suisse s'est légèrement déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur depuis décembre 2018. Dans l'ensemble, il s'inscrit toujours à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus basse que celle de décembre. La raison principale en est que les perspectives de croissance et d'inflation à l'étranger se sont affaiblies et que, dans leur sillage, les anticipations concernant l'évolution des taux directeurs dans les principales zones monétaires ont été révisées à la baisse. Pour l'année en cours, la prévision d'inflation est légèrement plus faible et s'établit à 0,3%, contre 0,5% au trimestre précédent. La Banque nationale suisse s'attend à une inflation de 0,6% pour 2020 et 1,2% pour 2021.

Dans le contexte des analyses effectuées, la Banque nationale suisse maintient sa politique monétaire expansionniste qui implique un taux d'intérêt négatif et sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'évolution des prix devrait ainsi se stabiliser et la croissance économique devrait être soutenue. Le taux sur les avoirs à vue des banques à la Banque nationale suisse demeure fixé à -0,75 % et la marge de fluctuation du Libor à trois mois comprise entre -1,25 % et -0,25 %.

#### *2.4.3 Tendances dans le secteur de l'électricité*

Le monde des entreprises de distribution a connu une profonde mutation ces 30 dernières années, qui a contraint ou continuera à contraindre les entreprises concernées à procéder à des transformations radicales<sup>5</sup>. L'ouverture et l'intégration des marchés, l'apparition de nouveaux concurrents, les évolutions technologiques ainsi que le changement de comportement des clients ne sont que quelques-unes des raisons qui forcent les entreprises de distribution à continuellement adapter leur stratégie. Les stratégies traditionnelles ont été établies sur les prescriptions réglementaires, les investissements dans l'infrastructure et le service à la clientèle et se caractérisaient avant tout par la prudence. Au vu des évolutions et changements permanents, les entreprises ne peuvent plus se reposer sur de telles stratégies et doivent prendre davantage de risques, par exemple pour trouver et développer de nouveaux secteurs d'activité. En même temps, elles ne peuvent ignorer leur rôle, à savoir assurer l'approvisionnement en électricité, qui n'a cessé de gagner en importance au fil du temps. Elles se trouvent alors également confrontées à des défis grandissants dans leur domaine d'activité traditionnel, en raison des changements dans la structure de l'offre et de la demande. Cette situation affecte aussi les entreprises de distribution suisses.

<sup>4</sup> Source : Banque nationale suisse, conférence de presse du 21 mars 2019.

<sup>5</sup> « Global power strategies – The future of the utilities industry and the players that are driving market success », PwC/Strategy&, 2019.

D'après une étude de l'Association des entreprises électriques suisses (« AES »), la demande d'électricité en 2035 devrait être supérieure à celle d'aujourd'hui<sup>6</sup>. Les principaux facteurs à l'origine de la hausse de la demande sont la croissance démographique et économique ainsi que la substitution des agents énergétiques fossiles et la multiplication des appareils électroniques. Avec la montée en puissance de la décarbonation, les énergies fossiles sont remplacées par du courant électrique renouvelable. Ainsi, les secteurs de l'électricité, du gaz, de l'énergie thermique et de la mobilité, ainsi que les infrastructures correspondantes, se développent de manière plus intégrée et la consommation d'électricité augmente en conséquence.

En matière d'offre, selon l'AES, le recours aux énergies renouvelables va augmenter de façon significative du fait des progrès technologiques et de la baisse des coûts. Cela se traduira par une décentralisation croissante des structures de production, si bien que la production décentralisée couvrira en 2035 environ 10 % à 25 % des futurs besoins en électricité. Avec l'adoption de la Stratégie énergétique 2050 et la ratification de l'Accord sur le climat, les énergies renouvelables, produites de manière décentralisée, seront intégrées au système global et au marché. La structure de production de 2035 sera à la fois centralisée et décentralisée, mais continuera de reposer largement sur la force hydraulique.

En outre, il y a lieu de penser que la numérisation du secteur énergétique va continuer de s'intensifier, son évolution étant indépendante du secteur énergétique. La numérisation du secteur de l'électricité entraînera de profonds changements dans un avenir proche. Selon l'AES, en 2035, le marché énergétique sera devenu largement numérique. L'« Internet des objets », par exemple, assure la connexion à Internet d'un nombre croissant d'appareils et la livraison de données continue, dont le volume augmente ainsi de façon spectaculaire. L'analyse et l'évaluation de ces données permettent de surveiller et de perfectionner les processus, ainsi que d'automatiser et d'améliorer les prévisions. Elles contribuent ainsi à flexibiliser davantage la demande et à continuer à optimiser la production.

## ***2.5 Explications relatives à la planification financière d'Alpiq***

L'évaluation selon la méthode DCF se base sur la planification 2019 - 2029 approuvée par la Direction générale en mai 2019. La planification 2019 – 2028 approuvée en décembre 2018 par le Conseil d'administration a été revue en avril et mai 2019, afin de mieux refléter les nouvelles évolutions du marché. Les principaux facteurs à cet égard sont la hausse de prix intervenue et celles attendues à long terme. Pour la période 2019 à 2028<sup>7</sup>, cette situation a conduit à une augmentation significative du résultat opérationnel par rapport à l'ancienne planification.

La planification a été discutée avec Alpiq en tenant compte des priorités stratégiques, du contexte de marché actuel et des tendances sectorielles. Les hypothèses significatives concernant la planification d'Alpiq sont décrites ci-dessous :

### **Domaine opérationnel Generation Switzerland**

- Pour l'unité opérationnelle Nuclear, avec les centrales nucléaires de Gösgen et Leibstadt, des investissements majeurs d'un montant de 200 à 250 millions de CHF pour chacune seront nécessaires ces prochaines années afin de maintenir les normes de sécurité. L'augmentation

<sup>6</sup> Tendence 2035 de l'AES (état 2018) (source : <https://www.strom.ch/fr/connaissances-sur-lenergie/univers-energetiques>).

<sup>7</sup> L'ancienne planification ne couvrait que la période allant jusqu'à 2028, de telle sorte qu'une comparaison n'était possible que sur cette période.



des prix de revient qui en résulte sera compensée par des mesures de baisse des coûts prévues, afin que la rentabilité s'améliore parallèlement à la hausse des prix.

- Le fond de démantèlement et d'élimination des déchets radioactifs représente un risque majeur, car on ne peut actuellement déterminer de manière concluante si Alpiq devra assumer des charges supplémentaires (également du fait de considérations d'ordre politique). La planification sur laquelle s'appuie la présente Fairness Opinion se fonde sur l'étude des coûts actuelle et, de ce fait, aucun coût supplémentaire n'a été inclus.
- Pour l'unité opérationnelle Hydro, il est supposé que la centrale Nant de Drance sera terminée d'ici fin 2020. Les investissements correspondants ainsi que les investissements de remplacement pour les centrales consolidées d'Alpiq ont été pris en compte dans la planification en conséquence. Les investissements de remplacement annuels moyens pour les centrales électriques consolidées s'élèveront à environ 25 millions de CHF pendant la période de planification. Il faut ensuite tabler sur des investissements de remplacement durables de 20 millions de CHF par an, soit nettement moins que les amortissements, au hauteur d'environ 40 millions de CHF. Cette situation s'explique par le fait que la majorité des installations se trouvent à la moitié de leur durée de vie technique, si bien qu'une grande partie des investissements de renouvellement ont déjà été effectués.
- La planification se fonde sur une redevance hydraulique inchangée de 110 CHF par kilowatt de puissance brute.
- Après la fin de l'exploitation des deux centrales nucléaires de Gösgen et Leibstadt, les frais généraux pour le domaine opérationnel Generation Switzerland seront réduits en conséquence.

#### **Domaine opérationnel Generation International**

- La marche des affaires des centrales thermiques est principalement déterminée par les évolutions de prix supposées et par les mécanismes de capacité (par exemple en Espagne). Au vu des probables augmentations de prix, la rentabilité va s'accroître ces prochaines années. En outre, malgré l'expiration de contrats, aucune répercussion financière négative n'a été déclarée (l'hypothèse étant que des revenus peuvent continuer à être générés au-delà de la fin des contrats).
- Pour l'unité opérationnelle Renewable Energy Sources, la réglementation en vigueur relative à la rétribution de l'injection, qui couvre actuellement environ trois quarts de la production et représente donc une garantie contre les risques de marché, a été prise en compte. Les risques réglementaires, par exemple sous forme de possibles réductions de la rétribution de l'injection, n'ont pas été pris en considération dans le business plan.
- Le business plan prend en compte un nouveau projet de petite centrale hydroélectrique en Suisse, dont l'exploitation doit débiter conformément au Plan 2021. Les autres projets n'ont pas été pris en compte, étant encore trop peu concrets. Ainsi, des économies de coûts de plus de 30 millions de CHF (escomptés) ont été prises en compte dans le business plan, une partie des frais généraux étant liée au développement de nouveaux projets.

#### **Domaine opérationnel Digital & Commerce**

- En raison des évolutions de prix supposées, le bénéfice brut de l'unité opérationnelle Trading & Origination ne cessera d'augmenter entre 2019 et 2029. La marge bénéficiaire progressera aussi de près de 2,0 % entre 2019 et 2029. Cette évolution sera également sout-



nue notamment par la croissance probable dans le domaine Origination en Europe centrale. De plus, le regroupement des unités opérationnelles de l'Est et de l'Ouest au sein du domaine opérationnel Digital & Commerce produira des synergies (réduction de coûts, efficience accrue), ce qui a été partiellement pris en compte dans le business plan.

- Une hausse des bénéfices bruts est également attendue pour l'unité opérationnelle Energy Retail, malgré la baisse probable de la rentabilité en France. Les plateformes de commerce électronique sont en ligne avec les prévisions, en particulier en Pologne et en République Tchèque, où une croissance correspondante est attendue.
- De nouvelles solutions sont développées au sein de l'unité opérationnelle Digital Technologies & Innovation. Cette dernière présente des caractéristiques d'une start-up. Ainsi, les contributions au résultat sont négatives les premières années, puis sont suivies d'une croissance soutenue et d'une évolution du résultat positive.

### **Groupe Alpiq**

- Une réduction des coûts du Group Center est indiquée dans le business plan, conduisant à une amélioration durable du résultat opérationnel au niveau du Groupe. Les possibles sorties et entrées futures de liquidités relatifs à des litiges juridiques en cours sont représentées au niveau du Groupe.
- Les impôts sont calculés pour chaque unité opérationnelle sur la base des taux d'imposition locaux. La majorité du bénéfice futur est attendu à Olten. La population de Soleure ayant rejeté une baisse des taux d'imposition le 19 mai 2019, il n'existe pas d'information fiable sur les taux d'imposition futurs dans ce canton. Le taux d'imposition actuel de 21 % est donc appliqué.
- En raison des évolutions de prix supposées, le bénéfice brut au niveau du Groupe (à l'exclusion de Digital Technologies & Innovation) ne cessera d'augmenter entre 2019 et 2029. Le bénéfice brut attendu en 2029 sera supérieur de près de 60 % à celui de 2019 en valeur absolue. La rentabilité s'améliorera également, ce qui se reflétera par une hausse de la marge brute de près de 3 % et de la marge d'EBITDA de près de 4 %. Les évolutions positives du résultat opérationnel se répercuteront aussi par conséquent sur les cash-flows disponibles. Par rapport à 2019, la marge des cash-flows sera six fois plus élevée d'ici à 2029.

## ***3 Considérations de valeurs d'Alpiq***

Afin de déterminer la valeur d'Alpiq, des évaluations ont été effectuées à l'aide des méthodes suivantes :

- Méthode DCF ; ainsi que
- Méthode de marché à l'aide de l'analyse de sociétés cotées en bourse comparables et de l'analyse de transactions comparables.

Nos réflexions sur la détermination de la valeur des fonds propres d'Alpiq et de la valeur par Action d'Alpiq se basent en premier lieu sur les résultats de la méthode DCF. L'approche de marché a pour but de corroborer les résultats de cette méthode.

Compte tenu des évolutions de marché et risques distincts des diverses unités opérationnelles, nous avons effectué nos analyses de valeur non pas sur la base des données financières consolidées d'Alpiq mais séparément pour chaque unité opérationnelle. À cet égard, il convient de noter entre autres les hypothèses suivantes :

- Pour l'unité opérationnelle Nuclear Power Generation, l'horizon du business plan a été prolongé pour tenir compte de la durée de vie finale des centrales nucléaires de Gösgen et Leibstadt ;
- Pour l'unité opérationnelle Hydro Power Generation, une contribution au résultat allant au-delà de la fin des concessions de l'ensemble des centrales a été supposée. Cette hypothèse repose sur la stratégie d'Alpiq, qui vise à participer activement aux négociations de concessions ou à rester un partenaire essentiel après la fin des concessions. La composition exacte du portefeuille futur ne peut pas encore être définie à l'heure actuelle. Nous avons néanmoins supposé que le résultat ne se dégradera pas ;
- Pour l'unité opérationnelle Thermal Power Generation, la période du business plan a été prolongée pour tenir compte de la durée de vie finale de l'ensemble des centrales électriques. Le portefeuille de centrales comprend les centrales thermiques Plana del Vent (Espagne), Csepel (Hongrie), San Severo, Novel et Vercelli (Italie), ainsi que Kladno et Zlín (République tchèque). Pour Kladno et Zlín, le prix de vente communiqué de 310 millions de CHF a été appliqué. Nous avons supposé qu'il n'existera aucune participation aux nouvelles centrales thermiques ; et
- Pour l'unité opérationnelle Renewable Energy Sources, l'horizon du business plan a été prolongé pour tenir compte de la durée de vie finale de l'ensemble des centrales électriques.

La valeur d'Alpiq résulte de la somme des valeurs des diverses unités opérationnelles, en tenant compte des coûts non alloués à des unités opérationnelles (par exemple, coûts du Group Center). Cette méthode dite de la « somme des parties » permet également de tenir compte du fait qu'une durée de vie finale doit être planifiée dans les unités opérationnelles disposant de centrales (Nuclear Power Generation, Thermal Power Generation, Renewable Energy Sources).

## **3.1 Méthode DCF**

### **3.1.1 Bases théoriques**

Selon l'approche de l'évaluation des investissements, théoriquement correcte, la valeur de l'entreprise correspond aux recettes nettes attendues de l'investisseur (bailleur de fonds propres et bailleur de fonds étrangers) qui doivent être escomptées en raison de la valeur temporelle de l'argent et du risque.

Dans la pratique, pour déterminer la valeur d'entreprise, on part des cash-flows disponibles attendus, qui sont escomptés à la valeur actuelle par le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital – « WACC »). On entend par cash-flows disponibles les cash-flows brut opérationnels après déduction des investissements dans les actifs immobilisés et les actifs circulants.

Pour obtenir la valeur d'entreprise opérationnelle, les futurs free cash-flows – flux de fonds disponibles - sur la période de planification, escomptés, et la valeur résiduelle pour les années au-delà de l'horizon de planification, également escomptée, sont additionnés. Le calcul de la valeur résiduelle repose sur l'hypothèse de continuité des activités. Le cash-flow durable annuel est normalisé et capitalisé telle une rente perpétuelle (formule dite de continuité de l'exploitation).

L'ajout des actifs hors exploitation (par exemple, liquidités hors exploitation) à la valeur d'entreprise opérationnelle donne la valeur d'entreprise globale (« valeur d'entreprise »). Les dettes financières et autres engagements ayant une incidence sur la liquidité sont déduits de la valeur d'entreprise globale afin d'obtenir la valeur des fonds propres.

Le WACC est le taux d'escompte, auquel les cash-flows disponibles sont actualisés. Celui-ci repose sur le coût des fonds propres et le coût des fonds étrangers (« FE ») après impôts, ainsi que la structure de financement présumée. Le coût des fonds propres se compose des éléments suivants : le taux d'intérêt hors risque, la prime de risque des fonds propres, éventuellement d'une prime pour les entreprises à faible capitalisation, ainsi que d'une prime de risque-pays. La détermination de la prime de risque des fonds propres est basée sur le Capital Asset Pricing Model (« CAPM »), en vertu duquel la prime de risque spécifique à l'entreprise correspond au produit du bêta « levered » et de la prime de risque de marché. Le bêta « levered » est une mesure du risque systématique de l'entreprise par rapport au risque de marché global et dépend non seulement du risque opérationnel de l'entreprise mais également de sa structure financière. Selon la taille de l'entreprise, le coût des fonds propres peut également comprendre une prime pour petite capitalisation.

Le coût des fonds étrangers se compose du taux d'intérêt hors risque et de la prime de risque des fonds étrangers spécifique à l'entreprise. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut pas emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risque mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer une prime d'intérêt aux bailleurs de fonds.

### **3.1.2 Application de la méthode DCF**

Afin d'évaluer Alpiq à l'aide de la méthode DCF, les cash-flows disponibles futurs des diverses unités opérationnelles sont estimés pour la période de planification explicite. Ceux-ci reposent sur le plan d'entreprise et la planification des investissements d'Alpiq jusqu'en 2029. La durée de planification explicite a été prolongée en fonction de la durée de vie finale des centrales électriques.

La valeur résiduelle (dans la mesure où elle est applicable) est basée sur l'hypothèse de la continuité de l'exploitation et comprend les cash-flows disponibles au-delà de l'horizon de planification explicite. Ceux-ci sont dérivés sur la base d'hypothèses à long terme en matière de marge et d'investissements. Un taux de croissance durable de 1 % est utilisé afin de dériver les cash-flows au-

délà de l'horizon de planification et pour le calcul de la valeur résiduelle. Ce taux provient du taux d'inflation à long terme attendu en Suisse selon les estimations du Fonds monétaire international.

De plus, pour le calcul de la valeur résiduelle, nous avons supposé que les amortissements et les investissements à long terme seront identiques.

Afin d'obtenir la valeur actualisée des cash-flows disponibles futurs ainsi que celle de la valeur résiduelle, ces montants ont été escomptés par le coût moyen pondéré du capital (WACC). Le WACC dérivé pour Alpiq au niveau consolidé a été estimé à environ 5,7 % (voir annexe 1).

Les paramètres individuels pour la dérivation du WACC sont brièvement élaborés ci-dessous :

---

### **Taux d'intérêt hors risque**

Le taux d'intérêt hors risque correspond au rendement d'une obligation de la Confédération en CHF ayant une échéance de 15 ans. Sur cette base, un taux d'intérêt hors risque d'environ 0,1 % a été obtenu à la date d'évaluation<sup>8</sup>.

---

### **Prime de risque de marché**

La prime de risque de marché de 5,8 % pour les marchés des actions développés se base sur la prime de risque de marché implicite calculée par PwC en tenant compte des primes utilisées par Damodaran et d'autres spécialistes de l'évaluation de premier plan, ainsi qu'en s'appuyant sur le comité technique d'évaluation des entreprises et de gestion (« FAUB ») de l'Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. [Institut des experts-comptables en Allemagne] (« IdW »).

---

### **Prime pour les sociétés à faible capitalisation**

La prime pour les sociétés à faible capitalisation reflète les anticipations de risque et de rendement plus élevés qui sont associées à un investissement dans des petites et moyennes entreprises. Elle correspond à la différence entre le rendement à long terme des sociétés à faible capitalisation réellement observable et leur rendement estimé à l'aide du CAPM.

La prime de 1,4 % utilisée dans notre analyse se base sur une étude annuelle de Duff & Phelps (Valuation Handbook 2018) ainsi que sur nos propres analyses.

---

### **Bêta**

Le bêta « unlevered » est déduit à l'aide d'entreprises cotées comparables. Le bêta « unlevered » dérivé s'élève à 0,6. Les détails sur les valeurs de bêta figurent dans l'annexe 2. Le bêta « levered » correspond au bêta « levered » ajusté à la structure du capital cible d'Alpiq<sup>9</sup>.

---

### **Prime de risque-pays**

La prime de risque-pays reflète l'existence d'un risque accru pour les investissements effectués dans des pays présentant un risque de défaut (notation des pays inférieure à AAA). Sur la base des activités internationales d'Alpiq, nous avons calculé une prime de risque-pays pondérée de 0,9 %<sup>10</sup>.

---

### **Structure de financement**

La structure du capital cible à long terme avec un taux de financement étranger (net) de 40,6 % a été estimée sur la base de l'analyse des sociétés comparables retenues. Des détails relatifs à la struc-

---

<sup>8</sup> Source : Banque nationale suisse, analyse de rendement au 31 décembre 2018.

<sup>9</sup> Source du bêta des sociétés comparables : Capital IQ, au 31 décembre 2018.

<sup>10</sup> Source des primes de risque-pays : Damodaran, au 1<sup>er</sup> janvier 2019.

ture de financement des sociétés comparables sont présentés dans l'annexe 2.

### Prime de la dette

La prime de la dette correspond au supplément sur le taux d'intérêt hors risque devant être payé pour le recours à des capitaux étrangers. En nous fondant sur l'analyse de rendement des capitaux étrangers comparables observables sur le marché, nous avons calculé une prime de 2,0 %<sup>11</sup>.

### Taux d'imposition

À l'issue des entretiens menés avec la Direction d'Alpiq, un taux d'imposition moyen effectif attendu à long terme de 21.0 % a été utilisé pour le calcul du WACC.

**Figure 6 :** Aperçu des paramètres du WACC (analyses PwC)

La somme des valeurs actualisées de tous les cash-flows disponibles de la période de planification explicite ainsi que celles des valeurs résiduelles (dans la mesure où elles sont applicables) donne une valeur d'entreprise opérationnelle pour Alpiq de 3'397 millions de CHF. Afin de calculer la valeur des fonds propres d'Alpiq, nous avons additionné les actifs hors exploitation de 1'387 millions de CHF à la valeur d'entreprise opérationnelle, et déduit les engagements pour un montant de 2'853 millions de CHF (cf. annexe 3 pour des détails sur la dérivation de la valeur des fonds propres). Une valeur des fonds propres à hauteur de 1'931 millions de CHF est obtenue.

Afin de vérifier la plausibilité des résultats d'évaluation de la méthode DCF, des analyses de sensibilité ont été effectuées en faisant varier les principaux facteurs de valeur du modèle d'affaires d'Alpiq. Le taux de croissance terminal, le coût du capital et la marge d'EBITDA à long terme ont été identifiés comme étant les principaux facteurs influençant la valeur d'Alpiq. La marge d'EBITDA et les investissements à long terme ne sont toutefois pertinents que pour les unités opérationnelles pour lesquelles une valeur résiduelle est considérée. Dans la mesure où l'évaluation par la « somme des parties » intègre également des postes de coûts, pour lesquels il est impossible de calculer une marge d'EBITDA et pour lesquels les investissements ne sont pas pertinents, seules les sensibilités du coût du capital et du taux de croissance à long terme peuvent raisonnablement être représentées. Le tableau suivant résume les résultats de l'analyse de sensibilité.

#### Analyse de sensibilité

Variation du coût du capital	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	7.5%	3.7%	0.0%	-3.5%	-6.9%
Variation du taux de croissance terminal	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Variation de la valeur de l'action	-4.3%	-2.2%	0.0%	2.3%	4.7%

**Figure 7 :** Analyses de sensibilité selon la méthode DCF (source : analyses PwC)

Sur la base de l'évaluation DCF et des analyses de sensibilité effectuées, on obtient une fourchette de 1'822 à 2'049 millions de CHF pour la valeur des fonds propres d'Alpiq. Pour les 27'874'649 Actions d'Alpiq en circulation au 31 décembre 2018, cela correspond à une fourchette de valeurs considérée comme juste de 65 à 73 CHF par Action d'Alpiq sur la base de la méthode DCF.

La fourchette de valeurs de 65 à 73 CHF par Action d'Alpiq dérivée à l'aide de la méthode DCF est inférieure à la valeur comptable d'environ 103 CHF par Action d'Alpiq au 31 décembre 2018. La principale raison de cet écart peut résider dans le fait que, malgré les évolutions des prix de l'énergie supposées, le rendement réalisé sur le capital investi est inférieur au coût du capital estimé dans le cadre de la méthode DCF à moyen terme également.

<sup>11</sup> Source des primes de la dette : Capital IQ, au 31 décembre 2018.

### **3.2 Approche de marché**

Pour l'évaluation par l'approche de marché sur la base de sociétés cotées comparables, la valeur d'entreprise de la société comparable cotée est mise en relation avec divers données financières clés de cette même société. Les multiples qui en résultent sont ensuite appliqués aux données financières clés correspondantes d'Alpiq, afin d'obtenir la valeur de marché hypothétique d'Alpiq.

L'échantillon de sociétés comparables retenu comprend des sociétés cotées opérant dans le même secteur qu'Alpiq (cf. annexes 2 et 4).

Les données financières clés des sociétés comparables cotées pour les années 2019 à 2021 sont issues d'estimations de divers analystes. La valeur médiane des multiples qui en résultent a été appliquée aux données financières clés correspondantes d'Alpiq.

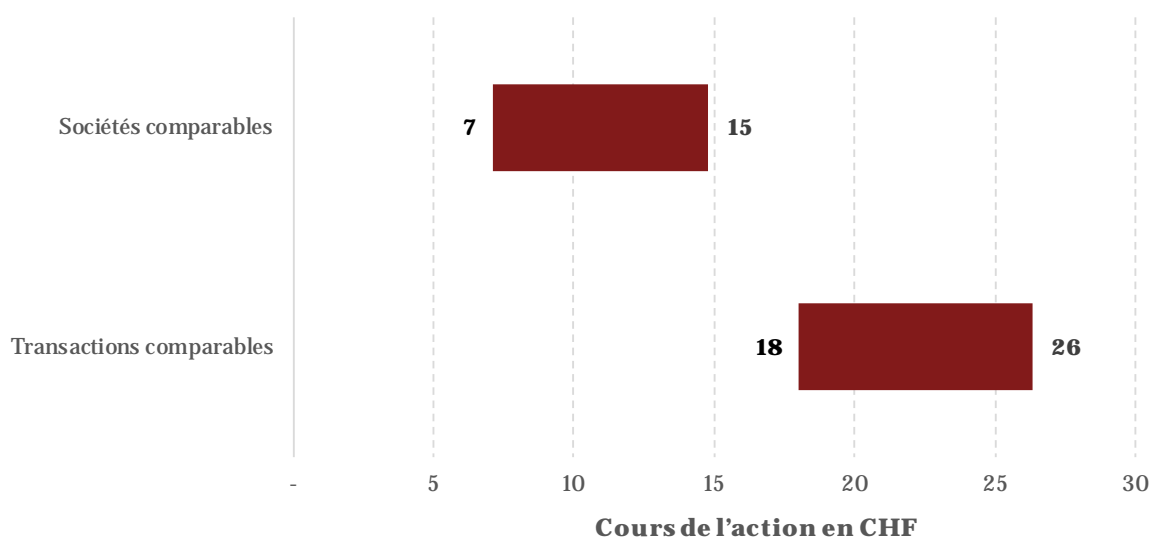
Pour compléter l'évaluation de marché basée sur des sociétés cotées comparables, nous avons effectué une analyse de transactions comparables sur les trois dernières années. Pour ce faire, nous avons recherché sur Capital IQ des transactions réalisées en Europe dans les industries « Electric Utilities » et « Independent Power and Renewable Electricity Producers ».

À l'aide des critères de recherche décrits ci-dessus, nous avons identifié près de 2'500 transactions dans Capital IQ. Toutefois, les données permettant de calculer au moins un multiple (chiffre d'affaires, EBITDA ou EBIT) étaient uniquement disponibles pour 80 transactions. Parmi ces transactions, nous avons retenu celles pour lesquelles il y avait au moins une comparabilité partielle (voir détails en annexe 5). Sur la base des informations accessibles sur Capital IQ relatives à ces transactions, nous avons calculé les multiples du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et de l'EBIT pour chaque transaction.

Nous estimons que l'évaluation de marché doit principalement reposer sur le multiple d'EBITDA, car, contrairement au multiple du chiffre d'affaires, le multiple d'EBITDA tient également compte des coûts et ne peut être biaisé par des modes de représentation différents du chiffre d'affaires dans la comptabilité. Par rapport au multiple d'EBIT, le multiple d'EBITDA présente l'avantage de n'être influencé ni par les différents cycles d'investissement ni par la politique d'amortissement de l'entreprise.

Il convient également de souligner que, contrairement aux multiples basés sur des sociétés cotées comparables, les multiples basés sur des transactions peuvent être biaisés par les primes payées pour acquérir une part majoritaire ou par les décotes appliquées aux ventes forcées dans le cadre de restructurations. La pertinence des transactions disponibles et des multiples qui en découlent peut donc s'avérer limitée. Ajoutons, par ailleurs, que les transactions comparables historiques ne reflètent pas forcément les multiples d'évaluation sur les marchés des capitaux actuels, ce qui peut également relativiser leur pertinence dans le contexte actuel.

Les multiples ont été appliqués aux résultats d'Alpiq planifiés pour les années 2020 et 2021. L'année 2019 n'a pas été considérée, les résultats étant faussés à la baisse par les opérations de couverture des années antérieures. La Figure 8 résume les résultats de l'évaluation selon l'approche de marché.



**Figure 8 :** Résultats de l'évaluation selon l'approche de marché (source : analyses PwC)

Sur la base de l'évaluation à l'aide de multiples, la plausibilité de la fourchette de valeurs de 65 à 73 CHF par action nominative d'Alpiq dérivée selon la méthode DCF ne peut être avérée. Les principales raisons sont les suivantes :

- Avec la méthode DCF, la valeur résulte principalement d'années ultérieures, puisque les résultats s'améliorent continuellement en raison des évolutions de prix supposées. Ainsi, les années 2020 et 2021, utilisées lors de l'évaluation selon l'approche de marché, bien qu'elles ne soient plus faussées à la baisse par les opérations de couverture des années antérieures, ne sont pas non plus représentatives ;
- Ces dernières années ont été difficiles pour le secteur de l'électricité en raison de continuels faibles prix de gros. Cela engendre notamment une faible attractivité des entreprises aux yeux des investisseurs, engendrant à son tour une baisse des évaluations d'entreprises. Le redressement des prix de gros ces derniers mois a certes envoyé des signaux positifs. Il convient toutefois de partir du principe que la confiance des investisseurs n'est pas encore rétablie et que les anticipations de hausse des prix ne sont pas encore pleinement reflétées dans les multiples des sociétés comparables ; et
- La faible attractivité de ces dernières années a également eu des effets négatifs sur les prix des transactions atteints. En outre, il ne peut être exclu qu'une partie au moins des ventes ait été faite dans une certaine urgence, d'où l'éventualité que les multiples issus de transactions comparables soient faussés à la baisse.



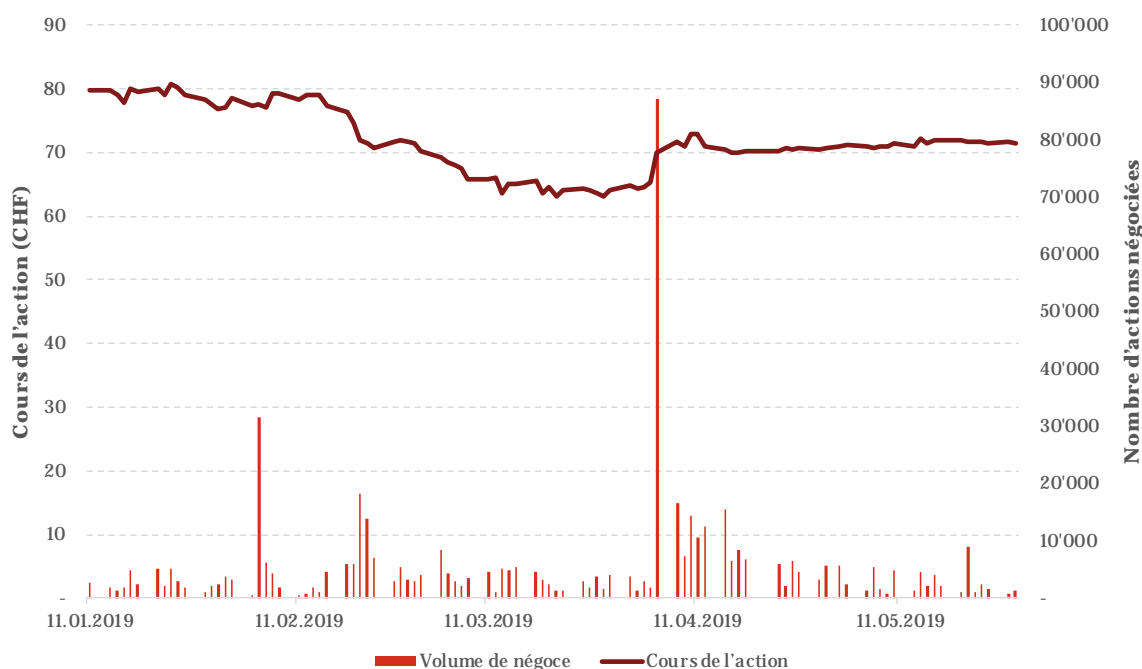
## 4 Analyse du cours de l'action et du volume de négoce

Le prix offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de SKBAG de 70,00 CHF par action nominative d'Alpiq se situe 2,1% au-dessous du cours de clôture de 71,50 CHF par action nominative au 28 mai 2019 (jour précédant l'annonce préalable de l'Offre).

Il convient néanmoins de noter que l'annonce préalable du 29 mai 2019 ne revêt pas la même importance que pour d'autres transactions. L'élément décisif a été l'annonce du rachat du paquet d'actions d'EDF Alpes Investissements Sàrl par EOS Holding SA et Primeo Holding AG le 4 avril 2019. Dès lors, le cours de l'Action d'Alpiq ne s'est que peu écarté du prix offert de 70,00 CHF.

Le prix offert dans le cadre de l'Offre publique d'acquisition de SKBAG de 70,00 CHF par action nominative d'Alpiq se situe 7,4 % au-dessus du cours de clôture de 65,20 CHF par action nominative au 4 avril 2019, et 3,5 % au-dessous du cours moyen pondéré en fonction du volume de l'Action d'Alpiq pendant les 60 derniers jours de négoce précédant l'annonce (72,50 CHF par action nominative d'Alpiq).

L'Action d'Alpiq a été négociée quotidiennement lors des 60 jours de négoce précédant la transaction, pendant lesquels son cours est resté inchangé cinq fois (8,3 % du temps), a baissé 33 fois (55,0 % du temps) et a augmenté 22 fois (36,7 % du temps). Le graphique suivant illustre l'évolution historique du cours de l'action et du volume de négoce quotidien pendant les 60 jours de négoce précédant la transaction, le 5 avril 2019.



**Figure 9 :** Cours de l'action et volume de négoce (source : Capital IQ)

La liquidité des Actions d'Alpiq a été analysée afin d'évaluer la pertinence du cours de l'action. À cette fin, nous nous sommes référés aux prescriptions de la Circulaire COPA n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA ». Selon la Circulaire COPA, un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI

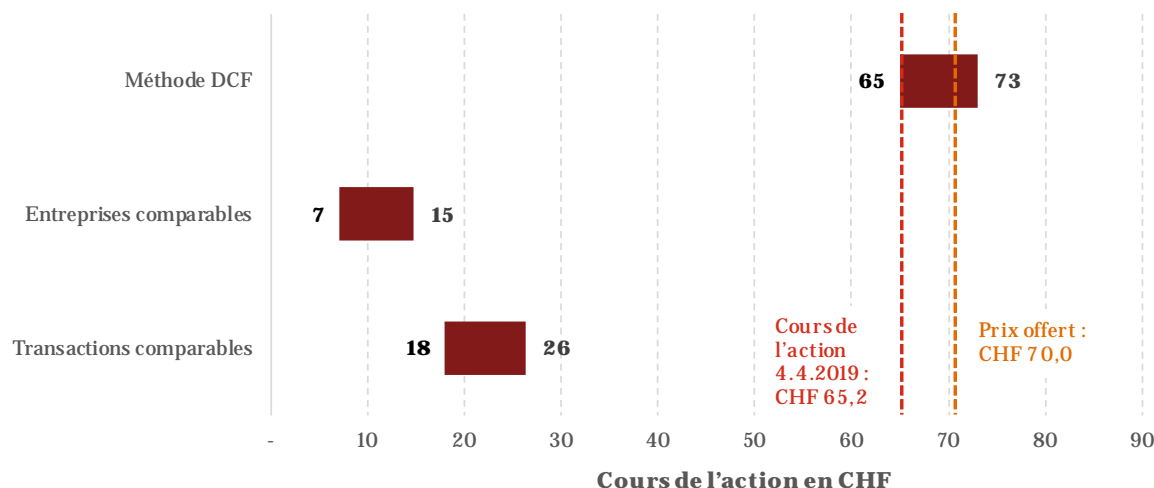


Swiss Leader Index est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4, de l'Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (« OIMF-FINMA ») si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'Offre ou son annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (« free float »).

Sur la base de nos analyses, le critère défini dans la Circulaire COPA est uniquement rempli pendant 8 des 12 mois et il n'existe pas de liquidité au sens du droit des OPA. De ce fait, nous estimons que la pertinence de l'analyse des cours et du volume est limitée.

## 5 Récapitulatif

Le graphique suivant résume les résultats des analyses de valeur et de l'analyse du cours de l'action.



**Figure 10 :** Résumé des résultats (source : analyses PwC)

Sur la base des évaluations et des considérations de valeurs présentées dans la présente Fairness Opinion, une fourchette de 1'822 à 2'049 millions de CHF est obtenue pour la valeur des fonds propres d'Alpiq. Pour les 27'874'649 actions nominatives en circulation au 31 décembre 2018, cela correspond à une fourchette de valeurs de 65 à 73 CHF par Action d'Alpiq. Ces valeurs se basent sur la fourchette de valeurs obtenue à l'aide de la méthode DCF en tenant compte des différentes analyses de sensibilité effectuées.

Les résultats des calculs DCF ont été vérifiés à l'aide des résultats issus de l'évaluation selon l'approche de marché et leur plausibilité n'a pas pu être avérée, la pertinence de l'approche de marché étant limitée.

Sur la base des analyses présentées, nous estimons que le prix offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition de SKBAG de 70,00 CHF par action nominative d'Alpiq ayant une valeur nominale de 10,00 CHF est juste et approprié d'un point de vue financier.

La présente Fairness Opinion se base sur des travaux et analyses qui ont été réalisés dans le cadre de notre mandat jusqu'à son achèvement le 9 juillet 2019.

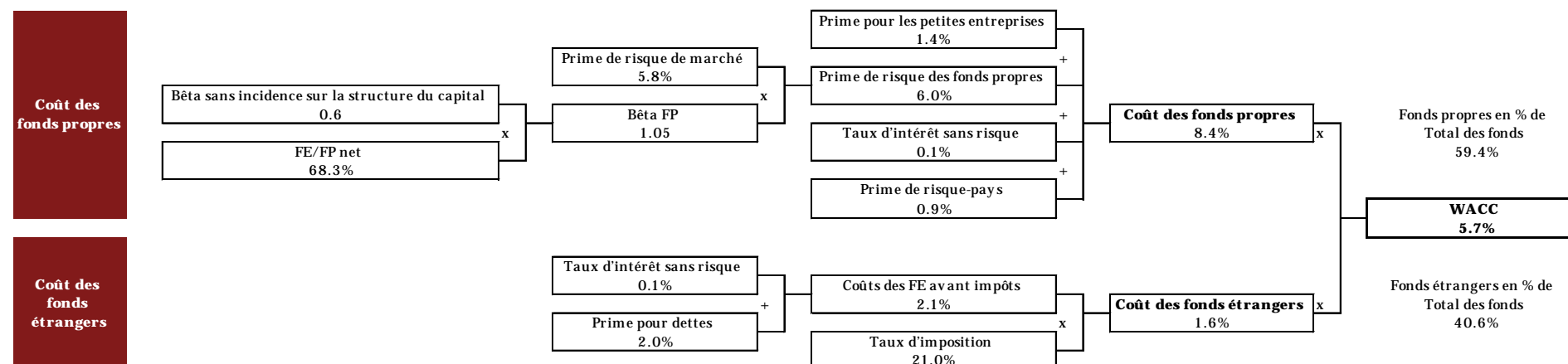
PricewaterhouseCoopers SA

Marc Schmidli, CFA  
Associé

Pascal Ziegler  
Directeur

# 6 Annexes

## Annexe 1 : Dérivation du coût du capital



## Annexe 2 : Analyse des bêtas

Sociétés comparables	Endettement net /		Valeur t	Unlevered Beta
	Total des fonds	Raw Levered Beta		
CEZ, a. s.	34.3%	1.06	4.59	0.70
EDP - Energias de Portugal, SA	53.4%	0.75	2.93	0.35
Fortum Oyj	22.0%	0.94	3.77	0.73
Electricité de France SA	56.9%	1.14	3.27	0.49
Energa SA	46.0%	1.01	2.68	0.54
VERBUND AG	35.2%	1.59	5.77	1.03
<b>Moyenne</b>	<b>41.3%</b>			0.64
<b>Médiane</b>	<b>40.6%</b>			0.62

Source : Capital IQ

L'analyse des bêtas a été réalisée sur la base de sociétés comparables cotées. Dans ce cadre, nous avons entre autres déterminé si les résultats étaient statistiquement significatifs (sur la base d'un test t). En outre, la liquidité des différentes sociétés au sens du droit des OPA a également été prise en compte. Cela est pertinent puisque si le volume de négoce est limité, le cours de l'action peut rester inchangé pendant de longues périodes et les facteurs de bêta font alors l'objet d'une distorsion à la baisse (stale price bias). Le tableau ci-dessus montre les sociétés pour lesquelles les deux tests ont été significatifs.

## Annexe 3 : Détails sur la dérivation de la valeur des fonds propres

La dérivation des fonds propres repose sur le bilan publié par Alpiq dans le Rapport de gestion de 2018. Les principales hypothèses sont brièvement exposées ci-dessous :

Composantes de la valeur (en millions de CHF)	31.12.2018
Liquidités	634
Dépôts à court terme	367
Dépôts à long terme	229
Titres	25
<b>Liquidités</b>	<b>1'255</b>
Liquidités minimales	(314)
Restricted Cash	-
<b>Liquidités nécessaires non opérationnelles</b>	<b>941</b>
Immeubles	89
Autres entreprises associées	20
Autres actifs à long terme - Participations financières	1
Autres actifs à long terme - Prêts octroyés	10
Autres actifs à long terme	197
Impôts sur le revenu différés	117
Instruments financiers dérivés	8
Autres	4
<b>Autres actifs non opérationnels</b>	<b>446</b>
<b>Total des actifs non opérationnels</b>	<b>1'387</b>
Passifs financiers à court terme	(195)
Passifs financiers à long terme	(1'345)
Capital hybride - Public	(621)
Capital hybride - Actionnaires	(367)
<b>Dettes financières</b>	<b>(2'528)</b>
Passifs d'impôts courants sur le revenu	(25)
Impôts sur le revenu différés	-
Provisions - Contrats générant des pertes	-
Provisions - Restructurations	(2)
Provisions - Démantèlement des centrales propres	-
Provisions - Garanties	(4)
Provisions - Autres	(44)
Autres engagements à long terme - Options put	(11)
Autres engagements à long terme - Divers	(197)
Autres engagements à long terme - Divers	(6)
Instruments financiers dérivés	(37)
<b>Engagements analogues à des dettes</b>	<b>(325)</b>
<b>Total des dettes financières et des engagements</b>	<b>(2'853)</b>

- La liquidité minimale de 314 millions de CHF repose sur les analyses internes d'Alpiq et tient notamment compte des risques opérationnels ;
- Aucune réduction pour liquidités soumises à restrictions (« Restricted Cash ») n'a été considérée, car une garantie déposée a pu être levée en février. D'autres liquidités soumises à restrictions sont liées aux dépôts pour des financements de projet (« Debt Service Reserve Accounts »). Cependant, comme les financements de projet sont déjà inclus dans les dettes financières, il n'a pas été nécessaire de procéder à un autre ajustement ;
- Une grande partie des biens immobiliers inscrits au bilan a été classifiée comme non opérationnelle par Alpiq. La valeur de marché, estimée à 89 millions de CHF, a été ajoutée comme actif hors bilan ;
- Les impôts sur le revenu différés actifs ont augmenté de 80 millions de CHF, ce qui correspond à la valeur estimée avant reports de pertes fiscales exploitables à long terme ;
- Pour les instruments financiers dérivés (actifs et passifs), seuls les dérivés sur des taux d'intérêt et devises ont été pris en compte, puisque l'incidence des produits dérivés liés à l'énergie sur la valeur a été considérée dans le business plan ;
- Le capital hybride a été considéré comme dette financière, car il est traité de manière prioritaire par rapport aux fonds propres. Pour le capital hybride public, la valeur de marché fin 2018 a été utilisée. Nous avons procédé de même pour les emprunts obligataires ;
- Les impôts sur le revenu différés passifs n'ont pas été pris en compte, car ils ne devraient donner lieu à aucune sortie de fonds future probable ;
- Les provisions pour contrats générant des pertes, à hauteur de 289 millions de CHF, n'ont pas été prises en compte, car les éventuelles sorties de fonds futures sont déjà incluses dans le business plan ;
- Les provisions pour le démantèlement des propres centrales n'ont pas été prises en compte. Il a été indiqué que les coûts correspondent à une possible valeur de liquidation ;
- En ce qui concerne les autres engagements divers à long terme, d'un montant de 48 millions de CHF, seuls 6 millions de CHF ont été pris en compte, car les 42 autres millions de CHF figurent déjà dans les cash-flows ; et
- Il n'a été procédé à aucun ajustement pour minoritaires. Il s'agit ici principalement de participations minoritaires à des centrales électriques. Des dividendes au profit des minoritaires ont déjà été modélisés dans le business plan.

## Annexe 4 : Multiples de sociétés cotées comparables

Sociétés comparables	VE/chiffre d'affaires			VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
CEZ, a. s.	2.1x	2.0x	2.0x	7.8x	6.9x	6.8x	16.6x	13.4x	12.1x
EDP - Energias de Portugal, SA	2.0x	2.0x	2.1x	8.4x	8.1x	7.9x	14.0x	13.5x	13.3x
Fortum Oyj	4.4x	4.2x	4.5x	14.2x	13.6x	15.3x	20.8x	19.0x	19.7x
Electricité de France SA	1.5x	1.4x	1.4x	6.4x	5.9x	5.8x	15.1x	13.1x	12.8x
Energa SA	0.7x	0.6x	0.6x	3.8x	3.7x	3.4x	7.2x	7.1x	6.8x
VERBUND AG	4.8x	4.3x	3.9x	13.6x	11.6x	10.5x	19.4x	15.6x	13.8x
<b>Moyenne</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>9.0x</b>	<b>8.3x</b>	<b>8.3x</b>	<b>15.5x</b>	<b>13.6x</b>	<b>13.1x</b>
<b>Médiane</b>	<b>2.1x</b>	<b>2.0x</b>	<b>2.1x</b>	<b>8.1x</b>	<b>7.5x</b>	<b>7.3x</b>	<b>15.8x</b>	<b>13.4x</b>	<b>13.0x</b>

Source : Capital IQ

## Annexe 5 : Multiples de transactions comparables

Année	Société cible	Acquéreur	Vendeur	Deal Value (millions de CHF)	VE/chiffre d'affaires	VE/EBITDA	VE/EBIT
2018	ScottishPower Generation Limited	Drax Smart Generation Holdco Limited	Scottish Power Limited	926	n/a	20.2x	n/a
2018	Polenergia SA	Mansa Investments Sp. z o.o.	Consortium	4	0.5x	9.0x	21.0x
2018	Danske Commodities A/S	Equinor ASA	n/a	465	0.1x	n/a	7.1x
2018	Public Joint Stock Company Inter RAO UES	CJSC INTER RAO Capital	Public Joint-Stock Company Federal Hydro-Generating Company - RusHydro	269	0.2x	2.1x	2.7x
2018	EDP - Energias de Portugal, SA	China Three Gorges (Europe) SA	Consortium	35'325	2.0x	10.8x	21.2x
2018	Direct Energie Société Anonyme	TOTAL SA	Consortium	2'863	1.3x	18.0x	24.6x
2018	Atlantica Yield plc	Algonquin Power & Utilities Corp.	Abengoa, SA	345	6.6x	9.5x	16.3x
2018	Saeta Yield, SA	TerraForm Power, Inc.	Consortium	3'171	7.3x	9.7x	17.8x
2017	Uniper SE	Fortum Participation Limited	Elliott Management Corporation ; E.ON Beteiligungen GmbH	12'513	0.1x	13.1x	79.1x
2017	Elektroprivreda Crne Gore AD Niksic	n/a	A2A S.p.A.	119	1.6x	6.1x	22.3x
2017	Public Joint Stock Company Group of Companies TNS energo	VTB Capital PLC	Sunflake Limited	106	0.2x	17.5x	19.2x
2016	Neas Energy A/S	Centrica plc	The ATP Group ; VIA Equity A/S ; NE Holding A/S	266	0.1x	9.1x	n/a
<b>Moyenne</b>				<b>4'698</b>	<b>1.8x</b>	<b>11.4x</b>	<b>23.1x</b>
<b>Médiane</b>				<b>405</b>	<b>0.5x</b>	<b>9.7x</b>	<b>20.1x</b>

Source : Capital IQ