

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2002 - A. - 3 du 28 février 2002

relatif à une cession sur le marché de titres de Thomson Multimedia et à l'émission d'OCEANES

La Commission,

Vu la lettre en date du 29 janvier 2002 par laquelle le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission, en application de l'article 3 de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société Thomson Multimedia ;

Vu la loi n° 86-912 du 6 août 1986 modifiée relative aux modalités des privatisations et le décret n° 93-1041 du 3 septembre 1993 modifié pris pour l'application de ladite loi ;

Vu la loi modifiée n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation ;

Vu le décret n° 97-172 du 26 février 1997 autorisant le transfert au secteur privé de la société Thomson SA ;

Vu le décret n° 2000-700 du 26 juillet 2000 décidant le transfert au secteur privé d'une part majoritaire du capital de la société Thomson Multimedia ;

Vu l'avis du Conseil d'Etat n° 360 052 du 17 décembre 1996 ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 98 - A.C. - 7 du 1er décembre 1998, n° 99-A.-12 du 26 octobre 1999, n° 99-A.-13 du 2 novembre 1999, n° 2000-A.-2 du 5 octobre 2000, n° 2000-A.-3 du 5 octobre 2000 et n° 2001-A.C.-2 du 20 février 2001 relatifs aux précédentes ouvertures du capital de Thomson Multimedia ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2002-A.-2 du 7 février 2002 relatif à l'offre réservée aux salariés de Thomson Multimedia ;

Vu les rapports préliminaires remis à la Commission le 7 février 2002 par la Société générale, banque conseil de l'Etat, et par Goldman Sachs et Lazard, banques conseils de Thomson Multimedia ;

Vu la note de la direction du Trésor et les rapports d'évaluation établis par la Société générale ainsi que par Goldman Sachs et Lazard, transmis à la Commission le 15 février 2002 ;

Vu la note sur l'émission d'OCEANES (Obligations Convertibles ou Echangeables en Actions Nouvelles ou Existantes) établie par la Société générale et transmise à la Commission le 20 février 2002 ;

Vu les documents sur les comptes consolidés de Thomson Multimedia pour l'exercice 2001 transmis à la Commission le 20 février 2002 ;

Vu la note sur les réactions du marché à l'annonce de l'opération remise par la Société générale le 21 février 2002 ;

Vu les fiches sur les comptes de Thomson Multimedia remises par l'entreprise le 21 février 2002 ;

Vu la note reprenant les éléments sur la structuration de l'offre secondaire Thomson Multimedia transmise par la direction du Trésor à la Commission le 28 février 2002 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 21 février 2002 successivement :

- la direction du Trésor représentée par MM. Philippe de FONTAINE VIVE, sous-directeur, Olivier HERES et Thierry COLOIGNIER, assistée par sa banque conseil, la Société générale, représentée par MM. Jacques BITTON et Bruno TEMAN, directeurs associés, Jean-François TINE, Mme Marie-Christine ALLIER-DECARPENTRIES, MM. Alexandre BENAIS et Rafaël PARRILLA ;

- la société Thomson Multimedia représentée par MM. Thierry BRETON, président directeur général, et Frank DANGEARD, assistée par ses banques conseils, Goldman Sachs représenté par M. Jean RABY, directeur exécutif, et Lazard Frères & Cie représenté par MM. Christian BENEZIT et Matthieu BUCAILLE, associés-gérants ;

- le 28 février 2002 :

- la direction du Trésor représentée par MM. Nicolas JACHET, chef du service des participations, Olivier HERES et Thierry COLOIGNER, assistée de sa banque conseil, la Société générale, représentée par MM. Jean-François TINE, directeur, Bruno TEMAN, Jean-Claude PETARD, Vincent TRICON et Rafaël PARRILLA ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 29 janvier 2002, le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société Thomson Multimedia qui est actuellement détenu à hauteur de 38 % par l'Etat à travers la société Thomson SA.

Ce transfert est réalisé dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, Thomson Multimedia constituant un actif essentiel de Thomson SA au sens de l'avis susvisé du Conseil d'Etat relatif aux modalités de privatisation de Thomson CSF.

Cette opération comporte :

- la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par Thomson SA, pour un volume maximal de 36 160 000 actions ;
- une émission par Thomson Multimedia d'un maximum de 16 194 332 d'obligations à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes « OCEANES », à raison d'une action pour une obligation.

Les actions cédées sur le marché par Thomson SA font l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin ainsi qu'un prix minimum.

Dans le même temps, conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée, des titres sont proposés aux salariés dans la limite de 10 p. 100 des actions cédées par Thomson SA. La Commission a émis sur l'offre réservée aux salariés l'avis n° 2002 - A. - 2 susvisé.

II.- Après une première ouverture de son capital à des partenaires industriels en décembre 1998, Thomson Multimedia a été introduit en bourse en novembre 1999. Une deuxième opération sur le marché en octobre 2000 a conduit au transfert de la majorité du capital au secteur privé. En février 2001, l'acquisition de Technicolor a entraîné l'émission d'obligations remboursables en actions au bénéfice de Carlton.

Au 31 décembre 2001, la structure de l'actionnariat est la suivante :

- Etat français (via Thomson SA) : 38,0 %
- partenaires : 17,1 %
- public : 32 %
- salariés : 5,0 %
- autocontrôle : 1,0 %.

Cette structure est susceptible d'évoluer en fonction d'opérations en cours (en particulier OCEANES émises en octobre 2000, plans de stock-options, ORA remises à Carlton). Le remboursement des ORA en actions, qui interviendra le 16 mars 2002, diluera la participation de l'Etat, via Thomson SA, dans Thomson Multimedia à 35,9 %.

Cette participation est susceptible de descendre à 21,2 % en cas de cession du nombre maximal d'actions prévu et de conversion en actions nouvelles de l'ensemble des OCEANES émises. Compte tenu d'autres opérations précédemment initiées et ayant fait l'objet des avis susvisés de la Commission, la participation de l'Etat est susceptible, sous certaines hypothèses, de descendre à horizon 2008 au dessous de 20 %.

III.- La Commission a eu l'occasion de décrire Thomson Multimedia, quatrième groupe mondial d'électronique grand public, dans ses différents avis sur les opérations conduites depuis quatre ans qui ont affecté la répartition de son capital.

Le groupe est présent sur l'ensemble des métiers de son secteur. Il est organisé en six grandes divisions :

- les produits grand public (téléviseurs, magnétoscopes et lecteurs de DVD, produits audio, téléphonie),
- les produits et services d'accès à large bande (décodeurs, modems),
- les écrans et composants (tubes cathodiques, écrans plats, composants optiques notamment pour lecteurs de DVD, disques durs),
- les solutions pour média numériques (production, duplication et distribution de CD et DVD, duplication et distribution de cassettes VHS, duplication et distribution de films, équipements vidéo professionnels et de réseaux),
- la gestion des brevets et licences.
- les nouveaux médias et les services (guides électroniques de programmes, téléviseurs interactifs, régie publicitaire de cinémas).

Depuis le dernier avis publié par la Commission lors de l'acquisition de Technicolor en février 2001, Thomson Multimedia a poursuivi sa stratégie de développement fondée sur la transition de l'analogique vers le numérique et sur le redéploiement vers les métiers à forte croissance et marge plus élevée. L'entreprise poursuit l'objectif d'être présente sur l'ensemble de la chaîne de l'image, hors la production du contenu. Cette stratégie est jugée favorablement par les analystes du marché.

Dans ce cadre, les acquisitions suivantes ont été réalisées :

- activités professionnelles du groupe Philips Broadcast (décembre 2000),
- activité modem DSL d'Alcatel (juin 2001),
- Grass Valley Group spécialisé dans les équipements de vidéo professionnelle (décembre 2001).

Thomson Multimedia vient d'annoncer dans les derniers jours deux nouvelles acquisitions :

- Vildfilm International digital , entreprise de postproduction,
- Panasonic Disc Services, filiale aux Etats-Unis de Matsushita, spécialisée dans la duplication et la distribution de DVD et de CD.

Afin de poursuivre son programme de croissance interne et externe, Thomson Multimedia a besoin de réunir les moyens de financement nécessaires, ce qu'il réalise à travers une nouvelle émission d'OCEANES conduite parallèlement à la cession d'actions par l'Etat.

L'entreprise poursuit dans le même temps des programmes ambitieux de réduction des coûts qui ont déjà procuré des économies importantes.

IV.- Thomson Multimedia a annoncé ses résultats pour l'exercice 2001 caractérisé par un contexte particulièrement difficile pour le secteur. Ils font apparaître une hausse du chiffre d'affaires de 15,4 % et du résultat d'exploitation de 16,5 %. Le résultat net part du groupe diminue de 27,4 %, compte tenu de la disparition des reports fiscaux déficitaires.

Ces résultats ont été considérés comme meilleurs que ceux prévus par les analystes. Ils ont été atteints grâce à la politique de développement et de redéploiement conduite par le groupe. Les activités traditionnelles des divisions produits grand public et écrans et composants ont marqué un recul du fait de la conjoncture défavorable et de la politique commerciale de l'entreprise tendant à sauvegarder ses marges de préférence aux volumes. Les résultats annoncés manifestent la forte contribution de Technicolor ainsi que celle de la gestion des brevets et licences. La division nouveaux medias et services ne génère encore qu'un flux limité de revenus.

Le bilan consolidé de Thomson Multimedia fait apparaître des capitaux propres de 4 milliards d'euros, une situation de trésorerie positive et un montant d'endettement brut restreint.

V.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de Thomson Multimedia en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé des rapports des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise.

Les banques conseils ont eu recours à trois méthodes :

- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats de Thomson Multimedia. Les sociétés prises en compte, considérées comme les plus proches, sont Philips, Sony et Matsushita, un échantillon plus large incluant aussi des groupes spécialisés dans la fabrication de décodeurs et de produits numériques. Les multiples qui ont été jugés les plus significatifs par les banques sont ceux d'excédent brut d'exploitation et de résultat d'exploitation ;
- la valorisation par sommation des branches d'activités, sur la base des six divisions du groupe. Les activités « traditionnelles » (produits grand public, décodeurs, écrans et composants) ont été principalement évaluées par les comparaisons boursières, tandis que les autres divisions ont été estimées par actualisation des flux de trésorerie ainsi que par référence aux prix d'acquisition ;
- l'actualisation globale des flux futurs sur la base d'un plan d'affaires établi par les banques à partir de prévisions de l'entreprise et en extrapolant celles-ci. La difficulté des prévisions dans le secteur conduit à limiter la durée du plan, ce qui donne au calcul de la valeur terminale une influence importante sur le résultat auquel conduit la méthode.

Les évaluations de Thomson Multimedia d'après ces différentes méthodes sont convergentes. Les banques conseils soulignent que les cours actuels traduisent la disparition des anticipations spéculatives des investisseurs sur les nouvelles activités, en particulier la division des nouveaux médias et services. Les évaluations proposées sont compatibles avec les scénarii hors éléments spéculatifs que les banques conseils avaient élaborés dans les rapports présentés à la Commission lors des précédentes opérations.

VI.- Analysant l'évolution du cours de bourse, la Commission observe que, ainsi qu'il en est de tous les groupes cotés du secteur auquel il appartient, Thomson Multimedia a vu le cours de son action être l'objet d'importants mouvements sur le marché depuis octobre 2000. En particulier depuis la fin du premier semestre 2001, le cours est passé d'un niveau voisin de 50 € à un niveau de 35 € avec la révision par les investisseurs de leurs anticipations sur les perspectives des activités nouvelles des entreprises du secteur, conduisant à la rapide diminution des éléments spéculatifs contenus dans les cours des mois précédents. Les événements du 11 septembre 2002 entraînaient une chute brutale du cours jusqu'à 18 € avant qu'il ne se reprenne dans les semaines suivantes et regagne un niveau voisin de 35 €. L'annonce d'une prochaine cession de titres sur le marché et d'une collecte de ressources par Thomson Multimedia, ainsi que les incertitudes des bourses mondiales, ont ensuite amené le cours de l'action autour de 29 €.

La cession par l'Etat d'actions selon la procédure du placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, et l'émission d'OCEANES par Thomson Multimedia, paraissent être des moyens appropriés d'atteindre les objectifs recherchés et d'assurer le succès de l'opération, notamment du prix obtenu par l'Etat, dans les conditions actuelles du marché.

VII.- Compte tenu de ces éléments, et au vu de l'ensemble des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, LA COMMISSION ESTIME QUE LA VALEUR DE THOMSON MULTIMEDIA NE SAURAIT ETRE INFÉRIEURE A 7,1 MILLIARDS D'EUROS pour 265 113 508 actions composant le capital social avant l'opération projetée et le remboursement des ORA, soit 27 € par action.

VIII.- En ce qui concerne les obligations dont l'émission est parallèle à la cession d'actions par l'Etat, la Commission :

- constate que la loi du 6 août 1986 modifiée susvisée prévoyant notamment que l'Etat peut utiliser "tous titres ou valeurs mobilières assortis ou non d'éléments donnant un droit sur le capital", l'utilisation des instruments envisagés entre bien dans le champ de la loi ;

- relève qu'il ressort des documents soumis à la Commission que les obligations sont émises aux conditions de marché, en même temps que la vente des actions. Cette simultanéité est de nature à assurer la cohérence entre la valeur implicite de l'action associée à l'obligation et le prix des actions offertes.

Adopté dans la séance du 28 février 2002 où siégeaient MM. François LAGRANGE, président, André BLANC, Robert DRAPE, Jean-Daniel LE FRANC et Jean SERISE, membres de la Commission.

Le président,

F. LAGRANGE