

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2013 - A. - 2 du 25 mars 2013

relatif à une cession sur le marché de titres de Safran

La Commission,

Vu la lettre en date du 25 mars 2013 par laquelle le Ministre de l'Economie et des Finances 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 Safran ;

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° 2004-1320 du 26 novembre 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société Snecma ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2005 - A.C. - 1 du 17 février 2005 relatif au transfert au secteur privé de la société Snecma et n° 2011 - A.C. - 4 du 31 mars 2011 relatif au transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux Energétiques (SME) ;

Vu les documents d'information financière publiés par Safran et en particulier :

- le document de référence 2011 déposé le 13 avril 2012 par Safran auprès de l'Autorité des marchés financiers,
- le rapport financier semestriel 2012 du 30 juillet 2012,
- le communiqué de presse du 21 février 2013 sur les résultats de l'exercice 2012 intitulé « performances 2012 record pour Safran »,
- le document de présentation intitulé « résultats annuels 2012 » rendu public le 21 février 2013 sur le site internet de la société,
- le document « bilan et compte de résultat consolidés au 31.12.2012 » rendu public le 21 février 2013 sur le site internet de la société ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat du 22 mars 2013 ;

Vu le rapport d'évaluation établi par BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 22 mars 2013 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 25 mars 2013 :

1/ conjointement :

- le Ministre de l'Economie et des Finances représenté par M. David AZÉMA, Commissaire aux participations de l'Etat, Mme Astrid MILSAN et MM. François CHAMPARNAUD et Geoffrey BOUQUOT ;

- BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, représenté par MM. Jean-Louis AUTEROCHE, Managing Director Equity Capital Market, Roger SPITZ, Managing Director Corporate Finance, et Damien ANZEL ;

2/ BNP Paribas, banque conseil de l'Etat, représenté comme ci-dessus ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 25 mars 2013, le Ministre de l'Economie et des Finances a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société Safran, actuellement détenue à hauteur de 30,20% (et 29,07 % des droits de vote) par l'Etat français.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat pour un volume d'au maximum 3,12 % du capital de Safran.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet, selon la technique du livre d'ordres accéléré (dite ABB), d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

II.- La société Safran résulte du rapprochement opéré en 2005 entre les sociétés Snecma, alors détenue par l'Etat à hauteur de 62 % du capital, et Sagem. Cette opération avait consisté en une offre publique initiée par Sagem sur la totalité des actions de Snecma et qui comprenait une offre principale d'échange et une offre subsidiaire d'achat. L'Etat avait décidé d'apporter les titres qu'il détenait à cette offre publique, ce qui entraînait le transfert au secteur privé de la société Snecma, l'Etat ne détenant qu'environ le tiers du capital du nouveau groupe et le secteur public y étant globalement minoritaire. La Commission avait émis sur cette opération l'avis du 17 février 2005 susvisé.

En vue de protéger les intérêts nationaux, l'Etat, Sagem et Snecma avaient conclu une convention dont les principaux termes ont été publiés et visent à protéger les actifs identifiés comme stratégiques, sensibles ou de défense. En considération de ces dispositions, l'Etat n'a pas institué d'action spécifique au capital de Snecma.

Le transfert de la société Snecma au secteur privé a été autorisé par le décret du 26 novembre 2004 susvisé.

Les cessions d'actions de Safran sont donc réalisées dans le cadre du titre II de la loi du 6 août 1986 susvisée.

Conformément à l'article 11 de la loi du 6 août 1986 susvisée, des titres seront proposés aux salariés dans la limite de 10 p. 100 des actions cédées. La Commission émettra un avis distinct sur cette offre réservée aux salariés.

La réalisation de l'opération examinée par le présent avis, pour les volumes envisagés, est susceptible de faire passer la participation de l'Etat dans Safran de 30,2 % à 27,08 % du capital et à 26,74 % après réalisation de l'offre aux salariés. Toutefois, le montant des droits de vote détenus par l'Etat (un peu moins de 30 %) ne serait pas significativement modifié du fait que celui-ci va bénéficier de droits de vote double sur des titres inscrits au nominatif.

L'ensemble des salariés et anciens salariés constituent le deuxième actionnaire de Safran avec 15,46 % du capital (et 23,93 % des droits de vote). Le reste du capital soit 54,07 % (et 47 % des droits de vote) est détenu par le public.

III.- Le groupe Safran organise son activité en quatre secteurs :

- le secteur « propulsion aéronautique et spatiale » (52 % du chiffre d'affaires et 68 % du résultat opérationnel ajusté en 2012) rassemble les activités de première monte pour les moteurs d'avions (modèles CFM 56 et LEAP) et les activités de service et de maintenance pour les moteurs d'avions (civils et militaires) et les turbines d'hélicoptères ;
- le secteur « équipements aéronautiques » (27 % du chiffre d'affaires et 18 % du résultat opérationnel) réunit les activités concernant des équipements comme les systèmes d'atterrissage et de freinage, les nacelles, les inverseurs de poussée, les câblages, ainsi que les services qui y sont associés ;
- le secteur « défense » (10 % du chiffre d'affaires et 5 % du résultat opérationnel) regroupe les activités d'avionique (autodirecteurs, navigation inertielle), d'électronique, d'optronique et de logiciels critiques ;
- le secteur « sécurité » (11 % du chiffre d'affaires et 9 % du résultat opérationnel) rassemble les activités d'identification biométrique, de détection et les documents numériques (documents d'identité, cartes bancaires, cartes SIM).

En 2011, Safran a acquis auprès de la SNPE les activités de matériaux énergétiques de cette dernière qui étaient complémentaires de celles qu'il exerce dans la propulsion. La Commission avait émis sur cette opération l'avis du 31 mars 2011 susvisé.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante en 2012 : France 23 %, reste de l'Europe 23 %, Amérique du Nord 30 %, Asie 16 % et reste du monde 8 %;

Le groupe emploie un effectif total de 62 500 employés localisés en France pour 61 % d'entre eux.

IV.- L'exercice 2012 a été marqué par une croissance du chiffre d'affaires et une augmentation des résultats, qui font suite à celles des deux années précédentes. En raison de l'impact important de l'effet de change et des instruments de couverture du dollar, le groupe Safran retraite ses comptes consolidés sous une forme « ajustée ». Certains écarts d'acquisitions font également l'objet de retraitements. Le groupe communique sur ces comptes ajustés dont les données sont résumées ci-après.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2012 s'est établi à 13 560 millions d'euros, en hausse de 15,5 % par rapport à 2011 (8,6 % sur une base organique hors effet de change favorable et hors acquisitions). Cette augmentation a résulté notamment de la forte croissance des activités de première monte pour les moteurs civils et les équipements aéronautiques (production record du moteur CFM 56).

Le résultat opérationnel ajusté de 1 421 millions d'euros, en progression de 22,5 % par rapport à 2011, est en hausse pour la quatrième année consécutive. L'analyse du résultat opérationnel courant ajusté fait apparaître une forte augmentation tant dans la propulsion que dans les équipements aéronautiques, ainsi que dans la défense. Cette augmentation a bénéficié d'un effet favorable volume/prix et de gains de productivité. L'effet de couverture de change a eu aussi un impact positif.

Le résultat net ajusté, part du groupe, pour l'exercice 2012, s'élève à 999 millions d'euros en hausse de 55 % (non ajusté il est de 1 302 millions d'euros). La société proposera le paiement d'un dividende de 0,96 € par action, en croissance de 55 %.

Le cash flow libre généré en 2012 est de 564 millions d'euros (+ 6 %).

Le bilan consolidé de Safran au 31 décembre 2012 fait apparaître des capitaux propres de 6 228 millions d'euros en hausse de 22 %. Le montant de la dette nette s'est inscrit à 932 millions d'euros. Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan représentent toutefois un niveau significatif (3 milliards d'euros). La valeur de ces écarts fait l'objet d'un examen régulier.

V.- Lors de l'annonce de ses résultats annuels le 21 février dernier, Safran a indiqué poursuivre résolument ses investissements dans les technologies de pointe et des produits innovants sur le long terme. Se déclarant confiant quant à la croissance de ses résultats en 2013 et au-delà, le groupe a indiqué comme perspectives de son activité en 2013 :

- une hausse du chiffre d'affaires ajusté d'environ 5 % (au cours de change moyen estimé de 1,29 \$ pour 1 €),
- une augmentation du résultat opérationnel courant ajusté proche de 15 % (au cours couvert de 1,29 \$ pour 1 €),
- un cash flow libre représentant près de 40 % du résultat opérationnel courant ajusté après prise en compte de l'augmentation prévue des dépenses d'investissement et des frais de recherche et développement pour soutenir la progression des cadences de production et les nouvelles opportunités commerciales.

VI.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation de Safran 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. Elle a disposé à cet effet d'un rapport établi par la banque conseil de l'Etat.

Dans ce rapport, la banque utilise principalement deux méthodes :

a- l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à partir des projections 2013-2015 du consensus des analystes financiers postérieur à l'annonce des résultats 2012, la banque a construit jusqu'en 2022 un plan d'affaires selon des hypothèses de croissance annuelle, d'EBIT et de taux d'investissement. La valeur terminale est calculée sur la base de flux de trésorerie normatifs et d'un taux de croissance à l'infini de 2 % : elle représente environ 59 % de la valeur totale. Le coût du capital est estimé selon le modèle d'évaluation des actifs financiers. Des analyses de la sensibilité de l'évaluation à la variation des principaux paramètres sont présentées ;

b- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été étudiés et appliqués aux agrégats de Safran. Les années de référence sont 2014 et 2015. Les agrégats de Safran sont ajustés en réintégrant en charges les dépenses de recherche développement activées afin d'éviter des disparités comptables. Deux approches complémentaires ont été retenues :

- une évaluation globale pour laquelle sont retenues comme comparables les six sociétés suivantes : MTU Aero Engines, Rolls Royce, Meggitt, Zodiac Aerospace, Honeywell, UTC. Deux multiples sont étudiés par rapport à la valeur d'entreprise : celui d'EBITDA ajusté et celui d'EBIT ajusté ;

- une évaluation par la somme des parties : les quatre secteurs d'activité de Safran sont évalués séparément en fonction des multiples de sociétés comparables pour chacun d'eux (16 sociétés sont utilisées au total). Seul est étudié le multiple d'EBIT ajusté.

La banque conseil a par ailleurs étudié l'évolution du cours de bourse de Safran sur plusieurs périodes, celle de ses comparables, les objectifs récents des analystes financiers et l'évolution sur long terme du multiple d'EBIT de Safran.

Au total, la banque conseil est d'avis que la fourchette d'évaluation résultant de la méthode de l'actualisation des flux est la plus pertinente pour apprécier la valorisation intrinsèque à moyen terme de Safran.

VII.- La Commission a examiné le rapport de la banque conseil et elle a constaté que les évaluations résultant des différentes méthodes, fondées sur l'actualisation des flux ou les multiples de comparables boursiers, s'avèrent suffisamment convergentes.

L'évolution du cours de bourse de Safran a été très favorable, quelle que soit la période de référence que l'on retient : depuis la fusion Snecma/Sagem en 2005 ou sur les deux dernières années. Le titre est en hausse régulière depuis le printemps 2009, passant d'un niveau inférieur à 10 € à plus de 30 € depuis le début de l'année 2013, et ne subissant des reculs, transitoires et limités, qu'avec les mouvements généraux du marché. L'action a largement surperformé l'indice CAC 40 et se situe sur un an en tête des sociétés cotées comparables citées plus haut.

Les plus récentes opérations de marché importantes sur le titre, réalisées dans les conditions de l'époque, ont été la cession par Areva de 5,4 % du capital de Safran en octobre 2010 (principalement au prix de 20,23 €) et la cession de 1,5 % d'auto-contrôle par Safran en juillet 2011 (au prix de 29 € par action).

Les analystes financiers, nombreux et actifs à suivre la valeur, émettent pour la plupart des appréciations favorables sur la société et indiquent des objectifs de cours supérieurs aux cours actuels.

Les principaux facteurs positifs pour Safran relevés en général par les analystes financiers sont ses parts de marché élevées dans ses activités de propulsion et d'équipements aéronautiques, le développement du nouveau moteur LEAP assurant sans solution de continuité le remplacement du CFM56, l'incitation au renouvellement des flottes par les compagnies aériennes grâce aux taux d'intérêt bas et à la recherche d'économie de carburant, une sensibilité au cycle limitée par l'importance des services après-vente.

La Commission observe que Safran dispose d'un carnet de commandes important couvrant sept années de production, et encore en hausse en 2012. Les activités futures de services et de pièces de rechange pour le moteur CFM56 assurent de plus une base de chiffre d'affaires et de marges pour les prochaines décennies.

La Commission a également tenu compte des risques propres à l'activité de la société : pression concurrentielle accrue de compétiteurs traditionnels voire de pays émergents, équilibre de nouveaux contrats de maintenance forfaitaires, risques inhérents aux développements technologiques notamment sur le moteur LEAP.

La Commission a bien noté que la cession envisagée ne se traduira pas à terme par une diminution de la participation de l'Etat en termes de droits de vote.

La procédure de cession choisie, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, paraît être, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant pour l'Etat.

VIII.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, LA COMMISSION ESTIME QUE LA VALEUR DE SAFRAN NE SAURAIT ÊTRE INFÉRIEURE À 33 EUROS PAR ACTION SOIT GLOBALEMENT À ENVIRON 13,76 MILLIARDS D'EUROS pour 417 029 585 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 25 mars 2013 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Perrette REY, MM. Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER