

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2016 - A. - 1 du 19 juillet 2016

relatif à l'évaluation de la société Aéroports de la Côte d'Azur

La Commission,

Vu la lettre du 3 mars 2016 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 II de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, de la procédure envisagée pour la cession hors marché de la participation majoritaire de 60 % détenue par l'Etat au capital des sociétés Aéroports de la Côte d'Azur et Aéroports de Lyon ;

Vu la loi n° 2005-357 du 20 avril 2005 relative aux aéroports ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu la loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, en particulier son article 191 ;

Vu le code des transports, notamment les articles L 6325-1 et L 6325-2 ;

Vu le code de l'aviation civile ;

Vu le décret n° 2007-244 du 23 février 2007 relatif aux aérodromes appartenant à l'Etat et portant approbation du cahier des charges type applicable à la concession de ces aérodromes ;

Vu le décret n° 2016-275 du 7 mars 2016 autorisant le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société anonyme Aéroports de la Côte d'Azur ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 2016-A.C.-2 du 9 mars 2016, n° 2016-A.C.-5 du 23 mai 2016 et n° 2016-A.C.-9 du 7 juillet 2016 relatifs à la cession de la participation majoritaire détenue par l'Etat au capital de la société Aéroports de la Côte d'Azur ;

Vu l'avis relatif au transfert au secteur privé d'une participation majoritaire au capital de la société anonyme Aéroports de la Côte d'Azur publié au Journal officiel du 10 mars 2016, et le cahier des charges rendu public par ledit avis ;

Vu la documentation communiquée aux candidats recevables conformément à l'article 3.1 du cahier des charges de la cession et la synthèse des questions et réponses prévues à l'article 4.4;

Vu le rapport d'activité 2015 de la société Aéroports de la Côte d'Azur ;

Vu le Mémorandum d'entente entre l'Etat et la société Aéroports de la Côte d'Azur relatif à l'élaboration de contrats de régulation économique pour la période 2017-2021 et pour les périodes ultérieures signé le 20 avril 2016 ;

Vu le rapport de valorisation établi par Mediobanca, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 9 juin 2016 et les mises à jour et compléments d'information transmis les 28 juin 2016 et 19 juillet 2016 ;

Vu les notes de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission les 29 juin 2016 et 19 juillet 2016 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 13 avril 2016 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), MM. Bruno VINCENT, Antoine GUTHMANN et Frédéric DELACOUR, assisté de sa banque conseil, Mediobanca, représentée par MM. Emmanuel MOULIN, directeur pour la France, Gregory ROQUIER, Mme Maryline SAHAGUIAN et M. Nicolas BILLIOTTE ;

- le 1er juin 2016 :

- la société Aéroports de la Côte d'Azur représentée par MM. Dominique THILLAUD, président du directoire, Laurent PERETTI et Alexandre NEKOUB ;

- le 13 juin 2016 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat, M. Bruno VINCENT et Antoine GUTHMANN, assisté de sa banque conseil, Mediobanca, représenté par MM. Emmanuel MOULIN, directeur pour la France, et Nicolas BILLIOTTE ;

- le 19 juillet 2016 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Solenne LEPAGE, directrice de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), MM. Bruno VINCENT, Antoine GUTHMANN et Frédéric DELACOUR, assisté de sa banque conseil, Mediobanca, représentée par M. Emmanuel MOULIN, directeur pour la France, Mme Maryline SAHAGUIAN et M. Nicolas BILLIOTTE ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 3 mars 2016, le Ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 II de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, des projets de cession par l'Etat des participations majoritaires de 60% du capital qu'il détient dans les sociétés Aéroports de la Côte d'Azur et Aéroports de Lyon, les actionnaires publics locaux (chambres de commerce et d'industrie ainsi que collectivités territoriales) étant susceptibles de céder leurs titres aux côtés de l'Etat et dans les mêmes conditions. Seul le Département des Alpes maritimes a fait connaître son intention de céder 4% du capital de la société Aéroports de la Côte d'Azur.

Le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société Aéroports de la Côte d'Azur a été autorisé par l'art. 191 III de la loi du 6 août 2015 susvisée. L'opération a été décidée par le décret du 7 mars 2016 susvisé.

La cession étant réalisée selon une procédure de gré à gré, l'acquéreur doit être sélectionné, sur avis conforme de la Commission, par le ministre chargé de l'économie, sur la base d'un cahier des charges, conformément aux dispositions des articles 191 II de la loi du 6 août 2015 susvisées. La Commission a adopté ce cahier des charges par avis du 9 mars 2016 et il a fait l'objet d'un avis publié au Journal officiel du 10 mars 2016.

Le présent avis a pour objet de déterminer la valeur de la société.

II.- L'aéroport de Nice-Côte d'Azur a son origine dès les années 1920 et occupait déjà des terrains au bord de la mer au cœur de la ville. Concurrencé par Cannes, il ne connaît son véritable développement que dans les années qui suivent la seconde guerre mondiale et grâce au développement de ses infrastructures, notamment les allongements successifs de sa piste sur des emprises gagnées sur la mer. Le million de passagers est atteint en 1964. L'essor rapide du trafic conduit ensuite aux vastes travaux menés de 1975 à 1983 faisant gagner 200 hectares sur la mer, ce qui permet de doubler la surface de l'aéroport et de construire une deuxième piste utilisable en décalé avec la première. Les deux terminaux ont connu des extensions successives et un agrandissement supplémentaire du terminal 2 est programmé dans les prochaines années portant la capacité totale à 18 millions de passagers. Des capacités importantes de parking et de location de véhicules ont été développées.

L'aéroport de Nice Côte d'Azur est aujourd'hui le troisième aéroport français après les deux aéroports parisiens. En 2015, l'aéroport a accueilli plus de 12 millions de passagers et enregistré plus de 136 000 mouvements d'avions. L'aviation générale (avions d'affaires et hélicoptères) est importante avec près de 32 000 mouvements d'avions d'affaires et près de 34 000 d'hélicoptères. L'aéroport est utilisé par plus de 60 compagnies aériennes (easyJet et Air France KLM étant les deux principales) et on y recense plus de 100 destinations directes. Le trafic se répartit en 36 % domestique (dont 24 % sur Paris), 58 % vers les autres pays européens et 6 % hors Europe.

Depuis 2008, suite à la réforme des aéroports régionaux, la concession est attribuée jusqu'en 2044 à la société Aéroports de la Côte d'Azur constituée à cet effet. Les actionnaires de la société sont :

Etat : 60 %,

Chambre de commerce et d'industrie Nice Côte-d'Azur : 25 %,

Région Provence-Alpes-Côte-d'Azur : 5 %,

Département des Alpes-Maritimes : 5 %,
Métropole Nice Côte-d'Azur : 5 %.

La société est également titulaire depuis la même date de la concession sur l'aéroport de Cannes-Mandelieu. Celui-ci est réservé à l'aviation générale et se classe deuxième de cette catégorie en France avec 29 000 mouvements après Paris-Le Bourget.

En 2013, la société Aéroports de la Côte d'Azur a acquis la société Aéroport du Golfe de Saint-Tropez qui détient en pleine propriété l'aéroport de la Mole-Saint Tropez. Egalement réservé à l'aviation générale, cet aéroport a accueilli plus de 5 000 mouvements en 2015.

La société Aéroports de la Côte d'Azur a par ailleurs développé une activité de fournisseur de services aéroportuaires de haut de gamme à l'aviation générale en France et en Espagne (activité dite « FBO » : Fixed Based Operator) à travers sa filiale Sky Valet.

Aéroports de la Côte d'Azur, à fin 2015, employait 627 personnes.

III.- Les redevances aéroportuaires sont fixées dans le cadre des dispositions des articles L 6325-1 et L 6325-2 du code des transports. Aéroports de la Côte d'Azur n'ayant pas conclu avec l'Etat de contrat pluriannuel au sens de l'article L 6325-2 (dit « CRE » : contrat de régulation économique), les tarifs des aéroports de Nice-Côte d'Azur et Cannes-Mandelieu sont déterminés sur une base annuelle dans les conditions de droit commun selon le principe de la « caisse unique » qui prend en compte les recettes des activités tant aéronautiques que non aéronautiques.

Un Contrat de Compétitivité Territoriale (CCT) approuvé le 12 juin 2015 pour une durée de dix ans par le conseil de surveillance d'Aéroports de la Côte d'Azur comprend en particulier un engagement de la société sur une politique de déflation compétitive des redevances de l'aviation commerciale régulière en euros constants, l'aéroport prenant en charge le risque de l'évolution du trafic sur cette durée hors circonstances exceptionnelles. A compter de l'hiver 2016-2017, la redevance passager diminuera de 2,5% pour ensuite être gelée pendant 9 ans, tandis que les deux autres composantes des redevances aéroportuaires, atterrissage et stationnement, le sont pendant 10 ans depuis le 1er avril 2016. Le CCT comprend également des engagements en matière de qualité de services.

Dans ce contexte, l'Etat et Aéroports de la Côte d'Azur ont conclu le 20 avril 2016 un Mémoire d'entente sur les principes d'un CRE qui sera signé dans les prochains mois, sous réserve de la procédure prévue aux articles R 224-3 et R 224-4 du code de l'aviation civile, et qui couvrira la période du 1er avril 2017 au 31 mars 2022. Les dispositions de ce Mémoire ont été communiquées à la Commission et aux candidats à l'acquisition de la participation de l'Etat dans la société. Elles prévoient en particulier le passage au principe de la « caisse aménagée » qui exclut, selon des modalités en partie progressive, les revenus liés aux commerces et à l'immobilier non aéronautique.

Par ailleurs, Aéroports de la Côte d'Azur a arrêté son plan stratégique à 10 ans sous l'intitulé « Altitude 2025 » dans le but de devenir une plateforme aéroportuaire majeure de l'Europe du Sud. Ce plan vise notamment à :

- réinventer le parcours passager avec le réaménagement des terminaux,

- renforcer les liens avec les territoires,
- rechercher l'excellence dans la rentabilité et le développement durable,
- miser sur ses atouts en vue de la croissance externe,
- développer la qualité de vie au travail et la motivation du personnel.

IV.- Durant l'exercice 2015, le chiffre d'affaires et l'ensemble des soldes de gestion d'Aéroports de la Côte d'Azur ont poursuivi la progression enregistrée sur les dernières années. Le chiffre d'affaires de 242,6 millions d'euros s'est inscrit en hausse de 4,7 % par rapport à 2014. Cette augmentation a été réalisée grâce en particulier à l'augmentation de 3,1 % du trafic sur l'année, soutenue par l'international (+ 4,1 %).

L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) s'élève à 104,2 millions, en hausse de 3,8 %. La hausse des coûts est notamment liée à l'aviation générale en croissance. Le résultat d'exploitation de 43,6 millions enregistre une progression de 14,7 %, grâce à la stabilité des amortissements et provisions. Le résultat net est de 25,2 millions (+ 16,7 %) et a presque doublé en trois ans.

Au 31 décembre 2015, la situation nette de la société s'élève à 285,8 millions d'euros (+ 9 % par rapport au 31 décembre 2014). La dette nette s'établit à 103,1 millions (en baisse de 6,6%).

V.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation d'Aéroports de la Côte d'Azur en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les conditions de marché, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir. Elle a notamment disposé à cet effet d'un rapport établi par une banque conseil de l'Etat.

Dans ce rapport, la banque a recours à quatre approches :

- l'actualisation des flux de dividendes (DDM : Dividend Discount Model) est retenue à titre principal : la société est évaluée sur la base d'une actualisation des flux de dividendes au coût des fonds propres. Les flux de dividendes sont estimés sur la base des réserves distribuables existantes et de l'hypothèse d'une distribution intégrale du résultat net. La banque effectue le résultat du calcul selon trois niveaux de levier financier. La sensibilité du résultat de l'évaluation à la variation du coût des fonds propres est également présentée ;

- l'actualisation des flux de trésorerie (DCF : Discounted Cash-Flows) est également retenue à titre principal : les flux sont déterminés sur la base du plan d'affaires établi par l'entreprise sur la durée de la concession. La valeur résiduelle des actifs est prise en compte selon les règles du contrat de concession. Les flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC, estimé à 5,67 %). La sensibilité du résultat à la variation de ce coût est présentée. La valeur des fonds propres est obtenue après déduction de l'endettement net ajusté ;

- les multiples de transactions comparables sont retenus à titre de référence : la banque a analysé 48 transactions réalisées depuis 2007. Elle souligne cependant que les données disponibles ne sont pas toujours fiables et qu'il faut distinguer entre transactions majoritaires et transactions minoritaires et selon que l'aéroport est détenu en concession (en prenant alors en compte la durée résiduelle de celle-ci) ou en pleine propriété. Le multiple utilisé est celui

de valeur d'entreprise sur EBITDA 2015. La valeur des fonds propres est obtenue après déduction de l'endettement net ajusté ;

- les multiples de comparables boursiers sont retenus également à titre de référence : les multiples utilisés sont ceux de valeur d'entreprise sur EBITDA pour les années 2016 et 2017. La valeur des fonds propres est obtenue après déduction de l'endettement net ajusté. L'échantillon est composé de sept sociétés européennes cotées : ADP, AENA (Espagne), Aeroporto di Bologna, Flughafen Wien, Flughafen Zürich, Fraport (Francfort) et SAVE (Venise).

La Commission a demandé à la banque conseil des compléments d'analyse en particulier sur le plan d'affaires, sur les possibilités de dépassement de ce plan (« upsides »), sur la sensibilité de l'évaluation au niveau du trafic et des recettes commerciales et sur les éléments financiers du calcul de valorisation (TRI et CMPC).

VI.- La Commission a examiné le rapport et ses éléments complémentaires présentés par la banque conseil. Elle a fait porter son analyse plus particulièrement sur le plan d'affaires d'Aéroports de la Côte d'Azur, sur les paramètres financiers de l'opération et sur le contexte de marché.

L'aéroport de Nice-Côte d'Azur est la porte d'accès à une région qui est une destination très recherchée. Il a connu un développement régulier qui le porte à un niveau d'activité important. Sa localisation, en terre-plein gagné largement sur la mer, est favorable tant au trafic qu'au lien avec le centre-ville proche (amélioré par le prochain tramway). Il en résulte des contraintes en termes d'espace mais les deux pistes offrent des opportunités d'augmentation du trafic et l'extension des terminaux est réalisable. Les possibilités de développement des liaisons directes, notamment long-courrier avec le Moyen-Orient, l'Asie et les Etats-Unis, doivent être pris en considération. La croissance du trafic aérien au niveau mondial prévue par les études sur le secteur est de plus un facteur à intégrer. Au total une augmentation du trafic plus importante que celle du plan d'affaires est possible. Les perspectives en matière d'aviation générale (aviation d'affaires), sont par ailleurs favorables à Cannes-Mandelieu et St-Tropez, la société développant un savoir-faire reconnu dans les services de FBO via sa filiale Sky Valet.

Les recettes commerciales doivent pouvoir connaître dans les années à venir une évolution à la hausse, au-delà du montant pris en compte dans le plan d'affaires.

L'impact des éléments qui précèdent dépend bien sûr des hypothèses retenues en matière de régulation des tarifs comme il a été expliqué au point II.

Sur le plan financier, l'optimisation de la structure financière de la société par rapport à sa situation actuelle est un enjeu important de valorisation pour Aéroports de la Côte d'Azur. Ajoutée au contexte financier favorable de taux d'intérêt historiquement bas, elle doit conduire à une réduction du coût moyen pondéré du capital.

Aéroports de la Côte d'Azur fait partie des opportunités d'investissement rares et recherchées dans le secteur des infrastructures, dans une période où les investisseurs institutionnels manifestent un intérêt particulier pour celles-ci en raison tant de leur rentabilité régulière attendue que de la faiblesse de rendement des produits de taux d'intérêt, ainsi que

des contraintes des réglementations prudentielles. De ce fait le taux de rendement attendu (TRI) par les investisseurs connaît une baisse continue qui doit être prise en compte.

L'ensemble de ces considérations impactent à la hausse les évaluations intrinsèques, résultant des méthodes de l'actualisation des flux (DCF) et de l'actualisation des dividendes (DDM), qui s'avèrent cohérentes entre elles.

La Commission a procédé par ailleurs à l'examen des transactions comparables récentes. Celles-ci révèlent des multiples implicites de valeur d'entreprise sur EBITDA élevés. Les comparables boursiers fournissent une référence moins utilisable en raison de leur nombre limité et du fait qu'elles s'appliquent à des participations minoritaires, hors donc prime de contrôle.

VII.- Sur la base de ces analyses, la Commission est d'avis que la valeur de la société Aéroports de la Côte d'Azur ne saurait être inférieure à 1 450 millions d'euros (valeur des fonds propres pour 100 % du capital).

Adopté dans la séance du 19 juillet 2016 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Danièle LAJOURMARD, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Yvon RAAK, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER