

## **Commission des participations et des transferts**

**Avis n° 2013 - A. - 6 du 12 novembre 2013**

**relatif à une cession sur le marché de titres de Safran**

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 novembre 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, n° 2011-A.C.-4 du 31 mars 2011 relatif au transfert au secteur privé de la société SNPE Matériaux Energétiques (SME), n° 2013-A.-2 du 25 mars 2013 relatif à une cession sur le marché de titres de Safran et n° 2013- A.-3 du 27 mars 2013 relatif à une cession sur le marché de titres de Safran ;

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

- 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 ;
- le document de référence 2012 déposé le 28 mars 2013 par Safran auprès de l'Autorité des marchés financiers,
- le communiqué de presse du 26 juillet 2013 sur les résultats du premier semestre 2013 intitulé « forte progression des résultats de Safran au 1<sup>er</sup> semestre 2013 »,
- le rapport financier semestriel 2013 et le document « bilan et compte de résultat consolidé au 30.6.2013 »,

- le communiqué de presse du 24 octobre 2013 sur l'évolution du chiffre d'affaires au cours du 3ème trimestre 2013 intitulé « croissance du chiffre d'affaires de 10 % au 3ème trimestre 2013 »,
- le document intitulé « Tier 1 supplier in Aerospace, Defence & Security - Investor roadshows & conference - October 2013 » rendu public sur le site internet de la société ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat du 8 novembre 2013 ;

Vu le rapport d'évaluation établi par UBS, banque conseil de l'Etat, transmis à la Commission le 6 novembre 2013, et la note complémentaire remise en séance le 12 novembre 2013;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 12 novembre 2013 :

1/ conjointement :

- le Ministre de l'Économie et des Finances représenté par Mme Astrid MILSAN, directrice générale adjointe de l'Agence des participations de l'Etat (APE) et MM. François CHAMPARNAUD, Jean-Séverin DECKERS et Geoffroy BOUQUOT ;

- UBS, banque conseil de l'Etat, représenté par MM. Vincent GILLET, Executive Director IBD France, Jérôme PELTIER, Nicolas LE RAY et Alexandre ZALUSKI ;

2/ le Ministre de l'Économie et des Finances représenté comme ci-dessus ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 12 novembre 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 27,08 % (et 29,44 % 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 de 3,6 % du capital de Safran pouvant être porté par extension à 4,68 %.

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 qui pourrait être réalisée conjointement avec celle relative à la cession de mars dernier.

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 le capital de Safran de 27,08 % à 23,49 % ou à 22,41 % en cas d'extension de la cession. Cette participation serait réduite après offre réservée aux salariés à 22,74 % ou 21,54 % en cas d'extension.

Toutefois, le montant des droits de vote détenus par l'Etat (un peu moins de 30 %) ne serait pas significativement modifié à terme du fait de l'inscription en juillet dernier de 39 millions d'actions au nominatif donnant droit de vote double. Toutes choses égales par ailleurs, au 24 juillet 2015 l'Etat détiendrait ainsi 33,16 % des droits de vote ou 31,69 % en cas d'extension de la cession.

L'ensemble des salariés et anciens salariés constituent le deuxième actionnaire de Safran avec 14,84 % du capital (et 22,58 % des droits de vote). Le reste du capital est détenu par le public hormis 0,11 % détenu en auto-contrôle.

L'opération de cession envisagée intervient neuf mois après une précédente vente de 3,12 % du capital de Safran sur le marché par l'Etat en mars 2013 sur laquelle la Commission avait émis les avis n° 2013-A.-2 et n° 2013-A.-3 susvisés.

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

- le secteur « propulsion aéronautique et spatiale » (53 % du chiffre d'affaires et 69 % du résultat opérationnel ajusté au premier semestre 2013) rassemble les activités de première

monte pour les moteurs d'avions (notamment 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 » (28 % du chiffre d'affaires et 19 % 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 » (8 % 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 7 % du résultat opérationnel) rassemble les activités d'identification biométrique, de détection et les documents numériques (documents d'identité, cartes bancaires, cartes SIM).

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante au premier semestre 2013 : France 21 %, reste de l'Europe 23 %, Amérique du Nord 32 %, Asie 16 % et reste du monde 8 %;

Le groupe emploie au 31 décembre 2012 un effectif total de 62 500 employés localisés en France pour 61 % d'entre eux.

IV.- L'activité et les résultats de l'exercice 2012 de Safran ont été présentés et analysés dans l'avis n° 2013-A.-2 susvisé de la Commission.

Le premier semestre 2013 a été caractérisé par une poursuite de la croissance du chiffre d'affaires et une accélération de celle du résultat opérationnel. Il est rappelé que, 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'acquisition font également l'objet de retraitements. Le groupe communique sur ces comptes ajustés dont les données sont résumées ci-après.

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2013 s'est établi à 7 066 millions d'euros, en hausse de 10,2 % par rapport à la période correspondante de 2012 (9,7 % sur une base organique hors effet de change favorable et hors acquisitions). Cette augmentation a résulté principalement de la hausse des activités de propulsion (+ 15,5%), tant dans la première monte et les pièces de rechange que dans les activités de services pour moteurs civils et militaires. Le secteur des équipements aéronautiques a également progressé (+ 9,7%). Dans le même temps le secteur de la défense reculait (- 6%) et celui de la sécurité augmentait légèrement (+ 1,9%).

Le résultat opérationnel ajusté de 824 millions d'euros est en hausse de 23,4 % par rapport au premier semestre 2012. L'analyse du résultat opérationnel courant ajusté fait apparaître une forte augmentation tant dans la propulsion (+ 23%) que dans les équipements aéronautiques (+ 29%) alors qu'il stagne dans les secteurs de la défense et de la sécurité. Cette augmentation a bénéficié de l'accroissement des volumes, de l'amélioration de recettes

unitaires (première monte d'avions civils, nacelles) et de gains de productivité. Les couvertures de change ont eu aussi un impact positif.

Le résultat net ajusté, part du groupe, pour le premier semestre 2013, s'élève à 658 millions d'euros en hausse de 59 % (non ajusté il est de 470 millions d'euros). Il inclut une plus-value nette d'impôt de 131 millions d'euros sur la cession de 12,57 % du capital d'Ingenico.

Le cash flow libre généré au premier semestre 2013 est de 157 millions d'euros (+ 51 %).

Le bilan consolidé de Safran au 30 juin 2013 fait apparaître des capitaux propres de 6 167 millions d'euros en diminution de 1 % par rapport au 31 décembre 2012 (principalement en raison du paiement du solde du dividende). Le montant de la dette nette s'est inscrit à 1 202 millions d'euros (en hausse de 29 % par rapport au 31 décembre 2012). Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan restent d'un niveau significatif (3,3 milliards d'euros). La valeur de ces écarts fait l'objet d'un examen annuel qui a été effectué au premier semestre 2013.

Le 24 octobre 2013, Safran a publié son chiffre d'affaires au troisième trimestre 2013. D'un montant de 3 437 millions d'euros, il connaît une progression de 9,7 % par rapport au troisième trimestre de 2012. Comme au premier semestre, l'activité a été portée par les secteurs propulsion (+ 11%) et équipements aéronautiques (+ 16,5%), les autres secteurs stagnant (défense) ou régressant (sécurité).

Pour les neuf premiers mois de l'exercice 2013, le chiffre d'affaires cumulé est en progression de 10 % par rapport à la même période de 2012. L'entreprise souligne la croissance des activités de services pour moteurs civils (+ 25,5%).

Parmi les faits marquants des derniers mois sont relevés le succès des premiers essais au sol du moteur LEAP et le volume important déjà atteint, notamment lors du salon du Bourget, par les commandes de ce moteur destiné à remplacer le CFM 56 (5 500 commandes). Par ailleurs le moteur Silvercrest a été retenu par Dassault Aviation pour le nouveau Falcon 5X.

V.- Lors de l'annonce de ses résultats semestriels le 26 juillet dernier, Safran a, au vu des performances enregistrées, relevé ses perspectives de chiffre d'affaires et de résultat pour l'exercice 2013 par rapport à celles retenues en février lors de la publication des résultats annuels 2012 :

- la hausse du chiffre d'affaires ajusté a été réévaluée à environ 7 % contre 5 % antérieurement,
- l'augmentation du résultat opérationnel courant ajusté a été réévaluée à 20 % contre 15 % antérieurement (au cours couvert de 1,28 \$ pour 1 €),
- l'objectif de réaliser un cash flow libre représentant près de 40 % du résultat opérationnel courant ajusté a été maintenu, 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. L'entreprise note

toutefois qu'une incertitude subsiste quant au rythme des paiements (dont des avances et des acomptes) de plusieurs Etats clients.

Dans ses communications lors des réunions d'investisseurs en octobre 2013, Safran indique les perspectives complémentaires suivantes :

- à horizon 2015, la réalisation d'un chiffre d'affaires au-dessus de 15 milliards d'euros, une marge opérationnelle allant vers les « mid-teens » (milieu de la fourchette 13 à 19%) et une génération de cash flow tendant vers 50 % du résultat opérationnel récurrent ;
- des investissements entre 3 et 4 % du chiffre d'affaires dans les années à venir ;
- après un sommet en 2013-2014, un retour progressif de la R&D à un niveau normatif de 6 à 7 % du chiffre d'affaires à la fin de la décennie.

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 conseil étudie tout d'abord l'évolution du cours de bourse de Safran sur plusieurs périodes (un an, six mois, trois mois, un mois). Elle présente aussi les rapports des analystes financiers qui suivent la valeur et leurs objectifs de cours.

La banque conseil développe trois approches d'évaluation.

- les multiples boursiers consolidés : les multiples moyens valeur d'entreprise/EBIT (résultat d'exploitation) des sociétés cotées comparables sont appliqués aux agrégats financiers correspondants de Safran pour les années 2013 et 2014. La banque conseil retient comme comparables cinq groupes européens : MTU, Rolls Royce, Meggitt, Zodiac Aerospace, United Technologies. Les agrégats de Safran sont ajustés pour tenir compte de la pratique comptable en matière de capitalisation de la R&D. De plus deux calculs sont présentés dont l'un opère une correction visant à ne retenir que la R&D récurrente, le groupe Safran étant dans une phase spécifique de grands programmes (LEAP et Silvercrest) ;

- la somme des parties (par les multiples boursiers) : les quatre secteurs de l'activité de Safran sont évalués séparément puis agrégés. Pour chaque secteur, les multiples moyens valeur d'entreprise/EBIT (résultat d'exploitation) des sociétés cotées comparables du secteur sont appliqués aux agrégats financiers correspondants de Safran pour les années 2013 et 2014. Ajustement et correction sont réalisés comme dans la méthode précédente ;

- l'actualisation des flux (DCF) : la banque conseil a construit un plan d'affaires jusqu'en 2020 qui reflète les prévisions publiées par l'entreprise et le consensus de marché. Ce plan a été élaboré à partir d'analyse secteur par secteur. La rentabilité, les investissements et la R&D sont basés sur les perspectives publiées par Safran. La valeur terminale a été déterminée à partir d'un flux normatif en 2020 et avec l'hypothèse d'une croissance de 2 % à l'infini ; elle représente 68 % de la valeur d'entreprise. Les flux sont actualisés au coût pondéré du capital (WACC) estimé à 9 % par la banque conseil. Une analyse de sensibilité de l'évaluation à des variations du taux de croissance à l'infini et du coût du capital est présentée.

Au total, la banque conseil conclut à la cohérence globale des évaluations ainsi obtenues.

VII.- La Commission a étudié l'ensemble des facteurs devant être pris en compte dans l'évaluation de Safran. Elle a particulièrement analysé leur évolution durant les neuf derniers mois écoulés depuis l'émission de son avis n° 2013-A.-2 susvisé dans lequel elle avait estimé à 33 € par action la valeur de la société (la cession a été réalisé à 34,5 €).

L'opération qui est présentée à la Commission étant une cession ponctuelle de titres sur le marché, l'évolution générale du marché des actions et celle spécifique du cours de bourse de Safran sont en l'espèce des facteurs très importants.

Depuis le début de l'année 2013, l'indice CAC 40 a progressé de plus de 16 %. Cette hausse est essentiellement intervenue sur les cinq derniers mois après le mouvement de baisse enregistré fin juin et début juillet. Les indices américains (Dow industriels : + 20 % et Nasdaq composite : + 30 %) et japonais (Nikkei 225 : + 40 %) ont sur la même période enregistré par ailleurs des hausses nettement supérieures tandis que l'indice de valeurs européennes DJ STOXX 50 progressait de près de 15 %.

La banque conseil dans son rapport évalue à 27 % la hausse pondérée, depuis le début 2013, des cours de bourse des principales sociétés cotées comparables à Safran (MTU, Rolls Royce, Meggitt, Zodiac Aerospace, United Technologies), ce qui traduit la faveur dont le marché a entouré les valeurs du secteur aéronautique au cours des derniers mois.

Dans ce contexte général, l'action Safran a largement surperformé tant ses comparables que les marchés européens et américains, s'établissant en hausse de 43 % depuis le début 2013. C'est surtout à partir d'avril 2013 que le cours de l'action Safran s'est nettement détaché de l'évolution tant de l'indice CAC 40 que des cours de ses comparables. Il a été d'évidence porté par l'accueil très favorable réservé aux annonces successives des résultats du premier trimestre (le 25 avril), du premier semestre (le 26 juillet) et du troisième trimestre (le 24 octobre).

L'action Safran est suivie régulièrement par un nombre important d'analystes financiers qui ont à plusieurs reprises réévalué leurs objectifs de cours et émis des opinions très favorables sur la société et ses perspectives. L'objectif de cours moyen à un an des analystes est estimé par la banque conseil à près de 50 €.

Si l'évolution du cours de l'action Safran a donc bénéficié de l'évolution générale du marché et de la faveur des valeurs aéronautiques, elle résulte aussi des facteurs positifs propres au groupe, reconnus par les investisseurs.

Parmi les principales forces de Safran, mises en valeur au cours des derniers mois, on peut mentionner en particulier les éléments suivants :

- le fort dynamisme et la rentabilité du secteur de la maintenance s'appuie sur une base installée de moteurs CFM56 assurant une activité récurrente de plusieurs décennies et il a bénéficié d'une augmentation en 2013 des heures de vol des compagnies aériennes (Safran

s'orientant au demeurant comme les autres prestataires vers la facturation de l'entretien à l'heure de vol) ;

- la conjoncture redevenue plus favorable de l'aviation civile, de même que la recherche par les compagnies aériennes d'économies de carburant, bénéfice aux ventes de première monte de moteurs et d'équipements aéronautiques, dans un contexte d'amélioration des recettes unitaires pour Safran ;
- le programme du nouveau moteur LEAP (destiné à se substituer au CFM 56) a connu au cours des derniers mois des avancées déterminantes tant en termes techniques, avec le succès des premiers essais au sol, qu'en termes commerciaux avec un carnet comprenant déjà 5 500 commandes ; le programme Silvercrest (moteur d'aviation d'affaires) prend également un bon départ ;
- l'amélioration significative de la rentabilité dans les deux secteurs principaux du groupe (propulsion et équipements aéronautiques) a permis à Safran de revoir à la hausse ses objectifs.

L'activité de Safran n'est pas exempte de risques dont la Commission a également tenu compte et parmi lesquels on peut mentionner : la rentabilité encore à confirmer des nouveaux types de contrats de maintenance, la montée vraisemblable des concurrents de pays émergents, l'incertitude du secteur de la défense dans le contexte des restrictions budgétaires de nombreux pays clients (et qui se traduit déjà par des retards de paiement), les risques technologiques inhérents à des activités de haute technicité, l'impact du cycle aéronautique et de la conjoncture économique mondiale à venir.

La Commission a pris en considération tous ces éléments dans son appréciation des résultats de l'application des différentes méthodes d'évaluation (en particulier actualisation des flux et comparables boursiers).

Par ailleurs, la Commission observe que la cession conduit dans un premier temps à une réduction des droits de vote de l'Etat dans Safran. La mise au nominatif d'actions effectuée en juillet dernier doit permettre de restaurer aux environs de 30 % le niveau des droits de vote de l'Etat grâce à l'obtention de droits de vote double en juillet 2015, conformément aux statuts de la société.

L'opération présentée à la Commission consiste en un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, ainsi qu'il avait déjà été procédé en mars dernier pour la précédente cession. Le recours à cette procédure paraît approprié dans le contexte de marché actuel comme le succès des opérations récentes, réalisées avec des décotes très faibles sur le cours de bourse par des groupes français, l'ont montré.

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 43,5 EUROS PAR ACTION SOIT GLOBALEMENT À ENVIRON 18,14 MILLIARDS D'EUROS pour 417 029 585 actions composant le capital social.



Adopté dans la séance du 12 novembre 2013 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Inès MERCEREAU, MM. Philippe ROUVILLOIS et Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER