

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

**Avis n° 2016 - A. - 6 du 22 novembre 2016**

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

La Commission,

Vu la lettre en date du 21 novembre 2016 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital de la société Safran ;

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 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 et n° 2013- A.-3 du 27 mars 2013 relatif à une cession sur le marché de titres de Safran, n° 2013-A.-6 du 12 novembre 2013 et n° 2013- A.-7 du 15 novembre 2013 relatif à une cession sur le marché de titres de Safran, n° 2015-A.-2 du 2 mars 2015 et n° 2015- A.-3 du 4 mars 2015 relatif à une cession sur le marché de titres de Safran, n° 2015-A.-12 du 12 novembre 2015 et n° 2015- A.-13 du 2 décembre 2015 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 25 février 2016 sur les résultats de l'exercice 2015 intitulé « Safran : des résultats record en 2015 » ainsi que le document de présentation intitulé « Résultats annuels 2015 » rendu public le même jour sur le site internet de la société ;
- le Document de référence 2015 de Safran intégrant le rapport financier annuel déposé auprès de l'Autorité des Marchés financiers le 30 mars 2016 ;
- le communiqué de presse du 29 juillet 2016 sur les résultats du premier semestre 2016 intitulé « Résultats du premier semestre 2016 » ainsi que le document de présentation rendu public le même jour sur le site internet de la société,
- le rapport financier semestriel 2016 rendu public le 2 août 2016,
- le communiqué de presse du 24 octobre 2016 sur le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2016 intitulé « Poursuite de l'exécution de la stratégie et nouveaux progrès opérationnels au 3<sup>ème</sup> trimestre » ainsi que le document de présentation intitulé « chiffre d'affaires du 3<sup>ème</sup> trimestre 2016 » rendu public le même jour sur le site internet de la société ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Deutsche Bank, banque conseil de l'Etat, en date du 18 novembre 2016 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 21 novembre 2016 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu le 22 novembre 2016 :

1/ conjointement :

- le ministre chargé de l'économie représenté par Mme Lucie MUNIESA, directrice générale adjointe de l'Agence des participations de l'Etat (APE), et M. Pierre JEANNIN ;

- Deutsche Bank, banque conseil de l'Etat, représenté par MM. Julien FABRE, directeur général, Bruno MALLAK et Adnan PASOVIC ;

2/ le Ministre chargé de l'économie représenté comme ci-dessus ;

#### EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 21 novembre 2016, le ministre chargé de l'économie 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 15,39 % (et 24 % des droits de vote) par l'Etat.

L'opération envisagée consiste dans la cession d'une partie des actions existantes détenues par l'Etat pour un volume maximum de 6 444 444 actions soit 1,55 % du capital de Safran.

La cession d'un maximum de 5,8 millions d'actions sur le marché se fera, selon la technique du livre d'ordres accéléré (dite ABB), sous la forme 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.

Conformément à l'art. 31-2 de l'ordonnance du 20 août 2014, dix pour cent des titres cédés par l'Etat (soit un neuvième de l'opération de marché) seront proposés aux salariés et anciens salariés de Safran dans des conditions qui seront déterminées par arrêté.

La réalisation de l'opération de marché, pour le volume envisagé, est susceptible de faire passer la participation de l'Etat dans le capital de Safran à 14 % (et 21,9 % des droits de vote). En cas de souscription par les salariés de l'intégralité de l'offre qui leur sera réservée ainsi que de l'offre associée à la cession de novembre 2015 (soit au total 1 866 666 actions), la participation de l'Etat passerait à 13,55 % du capital de Safran (et 21,46 % des droits de vote).

L'ensemble des salariés et anciens salariés constituent le deuxième actionnaire de Safran avec à ce jour environ 13,7 % du capital (et 19,95 % des droits de vote). Le reste du capital, hormis les actions détenues en auto-contrôle, est détenu par le public.

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 visant 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.

III.- Au cours des douze derniers mois, le groupe Safran a connu d'importantes évolutions structurantes.

La première concerne la cession de la division « sécurité » qui représentait plus de 10 % du chiffre d'affaires consolidé. Ce désengagement a été réalisé en deux étapes pendant l'année 2016. Ont été conclus des accords en avril pour la cession de Morpho Detection LLC à Smiths Group PLC (pour une valeur d'entreprise de 710 millions de dollars) et en septembre pour la cession de Safran Identification et Sécurité (anciennement Morpho) à Oberthur Technologies (pour une valeur d'entreprise de 2,4 milliards d'euros). Le groupe se retire ainsi d'un secteur d'activité qu'il avait développé, pour l'essentiel par croissance externe entre 2008 et 2012, pour se recentrer sur ses activités principalement aéronautiques (motorisation et équipements) et secondairement de défense.

La deuxième évolution a été la finalisation le 30 juin 2016 de la création d'Airbus Safran Launchers (ASL). Celle-ci est la concrétisation de l'initiative lancée en 2014 par laquelle Airbus Group et Safran ont entrepris le regroupement de leurs activités dans le domaine des lanceurs spatiaux au moyen de la création d'une société commune (joint-venture) dont ils détiennent chacun 50% du capital. Ce rapprochement visait d'une part à affronter le renforcement de la concurrence internationale sur le marché commercial des lanceurs qui impose une réduction des coûts et d'autre part à poursuivre le développement du lanceur Ariane 6 en répondant au mieux aux attentes des utilisateurs. Safran a ainsi fait apport à la nouvelle société de son activité de propulsion des lanceurs et de motorisation des satellites (à l'exception des propulseurs plasmiques qu'il a conservés), ce qui représentait un peu plus de 2 % de son chiffre d'affaires.

La troisième est constituée par la confirmation du succès technique et commercial du programme LEAP de nouveau moteur destiné à remplacer l'actuel modèle

CFM56, tous deux construits en partenariat avec le groupe General Electric. Ayant franchi avec succès toutes les étapes techniques, la version LEAP 1-A destinée à l'A320neo a donné lieu dès l'été 2016 aux premières livraisons. Le moteur LEAP a déjà été retenu tant par Airbus que par Boeing et COMAC. Le groupe a enregistré 11 215 commandes et intentions d'achat cumulées, confirmant son succès commercial. Le moteur LEAP constitue un enjeu décisif pour le groupe Safran qui doit désormais assurer le bon déroulement industriel et financier de sa production.

IV.- Le groupe Safran, suite à la cession en cours de l'activité sécurité (Morpho), présente, depuis le troisième trimestre 2016, en trois secteurs son activité poursuivie :

- le secteur « propulsion aéronautique et spatiale » (61 % du chiffre d'affaires et 76 % du résultat opérationnel courant des activités poursuivies pour le premier semestre 2016) rassemble les activités de première monte pour les moteurs d'avions civils (notamment modèles CFM 56 et LEAP) et militaires (dont le M88 pour le Rafale), les activités de service et de maintenance ainsi que les turbines d'hélicoptères. Depuis 1974, l'essentiel de l'activité dans les moteurs d'avions civils est conduite en coopération avec General Electric Aircraft Engines selon un accord prolongé jusqu'à 2040. Les activités apportées à ASL ne figurent plus dans les données du secteur, la joint-venture étant désormais mise en équivalence dans les comptes consolidés ;

- le secteur « équipements aéronautiques » (32 % du chiffre d'affaires et 22 % du résultat opérationnel) réunit 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 » (7 % du chiffre d'affaires et 2 % du résultat opérationnel) regroupe les activités d'avionique (autodirecteurs, navigation inertielle), d'électronique, d'optronique et de logiciels critiques.

La répartition géographique du chiffre d'affaires au 30 juin 2016 était la suivante : France 22 %, reste de l'Europe 20 %, Amériques 35 %, Asie-Océanie 14 % et Afrique-Moyen-Orient 9 %.

Le groupe a employé dans le monde en 2015 un effectif total d'environ 70 000 personnes, dont 59 % en France.

V.- Le groupe Safran a annoncé le 26 février 2016 ses résultats de l'exercice 2015. Les comptes ont été rendus publics dans son Document de référence 2015. Il est rappelé qu'en raison de l'impact important de l'effet de change et des instruments de couverture du dollar, ces éléments ainsi que certains écarts d'acquisition sont retraités par le groupe Safran dans ses comptes consolidés. Le groupe communiquant sur ces « comptes ajustés », ce sont leurs données qui sont résumées ci-après sauf mention contraire.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est établi pour l'année 2015 à 17,4 milliards d'euros, en hausse de 13,4 % par rapport à l'année antérieure (3,9 % sur une base organique), en raison de la forte progression des secteurs propulsion (+ 6 % en données organiques) - grâce aux services (+ 22 %)- et sécurité (+ 11 %), les secteurs équipements aéronautiques et défense s'affaiblissant légèrement pour leur part. Le carnet de commandes a quant à lui atteint

un nouveau montant record à 68 milliards d'euros, dont 18 milliards de nouvelles commandes enregistrées en 2015.

Le résultat opérationnel courant pour 2015 s'est élevé à 2,432 milliards d'euros, en hausse de 16,4 % par rapport à 2014. Il représente une marge de 14 % par rapport au chiffre d'affaires (contre 13,6 % en 2014). Cette forte progression a résulté des bonnes performances de l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'activité défense qui a poursuivi son recul (- 9,9 %).

Le résultat net, part du groupe, pour l'exercice 2015, a été de 1,482 milliard d'euros, en hausse de 18,8 % par rapport à 2014. Il comprend d'un côté la plus-value nette de 421 millions résultant de la cession de la participation résiduelle dans Ingenico Group et d'un autre côté des dépréciations d'actifs incorporels (R&D précédemment capitalisée) à hauteur de 698 millions liées au programme du moteur d'avion d'affaires Silvercrest dont le retard est estimé à 18 mois. On observera que les comptes ajustés sont très différents, pour 2015, des comptes publiés conformément aux normes comptables. Ces derniers présentent une perte nette de 424 millions en raison de l'impact négatif élevé (2,5 milliards d'euros) de la valorisation du portefeuille d'instruments financiers, destiné à la couverture du risque de change, sur la base d'un cours de 1,09 €/€ au 31 décembre 2015 au lieu de 1,21 un an auparavant. Dans ses comptes consolidés publiés, Safran en effet ne remplit pas les conditions requises par les normes comptables pour une comptabilité de couverture et doit donc inscrire à sa « juste valeur » son portefeuille de dérivés de change.

Au titre de l'exercice 2015, Safran a versé un dividende de 1,28 euros par action, à nouveau en hausse par rapport aux années précédentes et en ligne avec sa politique de distribution de 40 % du résultat net ajusté.

En 2015, l'activité a généré 974 millions d'euros (+ 32 %) de cash-flow libre.

Les capitaux propres du groupe (avant résultat) s'élèvent à 6,051 milliards d'euros au 31 décembre 2015, à nouveau en baisse de 5,3 % par rapport au montant publié en 2014, en raison de l'affectation de la perte nette comptable publiée pour 2014 et des distributions de dividendes et acomptes sur dividendes. La dette nette est ramenée à 748 millions d'euros, en réduction de moitié par rapport à fin 2014 notamment grâce au produit de la cession des titres Ingenico. Les écarts d'acquisition nets (goodwill) inscrits à l'actif du bilan sont restés stables à 3,59 milliards contre 3,42 milliards.

VI.- Le 29 juillet 2016, le groupe Safran a annoncé ses résultats du premier semestre de l'exercice 2016. Tous les agrégats sont en progression mais sont affectés par l'évolution des cours de change.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est établi à 8,9 milliards d'euros, soit une hausse de 6,3 % par rapport au premier semestre 2015 (6,5 % sur base organique c'est-à-dire hors effet de change et de périmètre). La croissance a été plus particulièrement marquée dans les secteurs propulsion (+ 8,3 %), grâce aux livraisons record de moteurs CFM56 et à la progression des services, et sécurité (+ 10,4 %). Le secteur équipement aéronautique a également été porteur (+ 5,3 %) tandis que le secteur défense a continué à reculer (- 5,2 %).

Le résultat opérationnel courant s'est élevé à 1,309 milliard d'euros, en hausse de 11,8 % par rapport au premier semestre 2015. Il représente une marge de 14,6 % par rapport au chiffre d'affaires (contre 13,9 % au premier semestre 2015). Tandis que le secteur propulsion est resté stable (- 0,2 %), impacté par la baisse des turbines d'hélicoptères et la marge négative des premiers moteurs LEAP livrés, le secteur équipements aéronautiques progresse très fortement (+ 36,2 %), grâce à l'augmentation des marges suite aux mesures d'amélioration de la productivité. Les deux autres secteurs (sécurité et défense) progressent également.

Le résultat net ajusté, part du groupe, d'un montant de 862 millions, est en baisse de 26 %, celui du premier semestre 2015 ayant bénéficié de la plus-value sur les titres Ingenico. On observera que l'évolution de la parité euro/dollar conduit pour le premier semestre 2016 à un résultat net publié non ajusté très supérieur (1,818 milliard) au résultat net ajusté en raison notamment de l'évolution favorable à hauteur d'un milliard d'euros de la valorisation des instruments dérivés de change.

Le cash-flow libre généré au premier semestre atteint 566 millions d'euros contre 96 millions au premier semestre 2015, grâce notamment à la bonne maîtrise du besoin en fonds de roulement.

Les capitaux propres du groupe s'élèvent à 5,174 milliards d'euros au 30 juin 2016 (avant résultat du premier semestre 2016), en baisse de 14,5 % par rapport au montant du 31 décembre 2015 (avant résultat), en raison de l'affectation de la perte nette comptable pour 2015 et de la distribution du solde de dividendes 2015. La dette nette s'élève à 1,015 milliard. Les écarts d'acquisition nets (goodwill) inscrits à l'actif du bilan sont en diminution à 3 milliards en raison du changement de périmètre (Morpho et ASL).

Le 24 octobre 2016, le groupe Safran a publié un communiqué sur l'évolution de son chiffre d'affaires au troisième trimestre. Il s'agissait de la première présentation établie après changement de périmètre suite à la création d'ASL et au classement de Morpho en activités en cours de cession. Par rapport au troisième trimestre 2015, le chiffre d'affaires ajusté des activités poursuivies est en retrait à 3,517 milliards d'euros (-0,8 % sur base organique). Le secteur propulsion a été particulièrement touché (-2,3 % sur base organique) en raison principalement du repli des activités de services pour moteurs civils (-1,6 % en \$). Le secteur équipement a progressé (+ 3 % sur base organique) tandis que le secteur défense a poursuivi son recul (- 4,5 %).

Sur les neuf premiers mois de l'année 2016, le chiffre d'affaires ajusté des activités poursuivies progresse, par rapport à la même période de 2015, de 3,8 % sur base organique, grâce tant au secteur propulsion (+ 4,7 %) qu'aux équipements (+ 4,3 %) tandis que le secteur défense est en recul (- 5 %).

Safran indique de plus que, sur la base de son nouveau périmètre, le résultat opérationnel courant du premier semestre 2016 se serait élevé, s'agissant des activités poursuivies, à 1,230 milliard d'euros (+ 11,3 % par rapport à la même période de 2015) grâce à la progression du résultat des équipements aéronautiques tandis que celui du secteur propulsion stagne.

VII.- Le groupe Safran, lors de l'annonce le 24 octobre 2016 de ses informations financières au 30 septembre, a actualisé ses prévisions financières suite au classement du secteur sécurité (Morpho) en activités en cours de cession et à la consolidation par mise en équivalence de l'entreprise commune ASL. Il souligne que les nouvelles prévisions confirment les perspectives annoncées en février 2016, lors de l'annonce des résultats 2015, et réaffirmées en juillet 2016, qui s'appliquaient au périmètre du groupe au 31 décembre 2015.

Safran prévoit ainsi sur l'ensemble de l'exercice 2016 :

- une croissance organique du chiffre d'affaires ajusté comprise entre 2 et 4 % par rapport à 2015 (et proche de 1 % dans les comptes ajustés publiés du fait de la mise en équivalence d'ASL) au taux de change moyen estimé de 1,11 \$ pour 1 € ;
- une augmentation d'environ 5 % du résultat opérationnel courant ajusté, accompagnée d'une nouvelle hausse du taux de marge par rapport à 2015 (au cours couvert de 1,24 \$ pour 1 €) ;
- un cash-flow libre représentant plus de 40 % du résultat opérationnel courant ajusté, un élément d'incertitude demeurant cependant en ce qui concerne le rythme de paiement de plusieurs clients.

Ces perspectives se fondent sur l'augmentation soutenue des livraisons de moteurs en première monte, sur la croissance des activités de service pour les moteurs civils (évaluée entre 7 et 9 %), sur un niveau soutenu d'investissements corporels légèrement inférieur à 800 millions d'euros (requis par la transition de production et la montée en cadence), sur une réduction de la R&D autofinancée (de l'ordre de 100 à 150 millions d'euros avec une baisse plus marquée des montants capitalisés) ainsi que sur la poursuite de la démarche d'amélioration de la productivité.

Lors de sa communication du 24 octobre, le groupe a également précisé les grandes lignes de son portefeuille de couverture du risque de change ainsi que son impact estimé sur le résultat opérationnel courant pour les exercices 2016 à 2019. Le taux cible de couverture pour 2017 est de 1,21 \$ pour 1 €.

Concernant plus généralement sa stratégie, le groupe Safran indique quatre grands axes:

- l'innovation technologique, garante du développement sur le long terme ;
- une position de premier plan sur ses métiers ;
- un positionnement sur des marchés en fort développement ;
- la préservation d'une situation financière solide.

Dans le domaine de l'innovation technologique il vise en particulier :

- l'amélioration de la performance de la propulsion (avec à horizon 2020 une réduction de 20 % de la consommation de carburant, de 60 % des émissions polluantes et de moitié du bruit perçu) ;
- la mutation vers un avion plus électrique ;
- le développement de solutions intégrées pour une plus grande efficacité opérationnelle des forces armées ;
- l'offre de nouveaux services innovants.

VII.- 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 Deutsche Bank, banque conseil de l'Etat.

La banque conseil a eu recours à deux méthodes d'évaluation :

- l'actualisation des flux (DCF) : la banque conseil a construit un plan d'affaires sur la période 2016-2021. Elle retient le concept de « résultat ajusté » (incluant en particulier l'effet économique des couvertures de change) utilisé par le groupe et largement suivi par les analystes. Les trois premières années du plan reposent sur des estimations pour les trois divisions du groupe (motorisation, équipements et défense) en ligne avec le consensus des analystes. Les trois années suivantes et l'année terminale normative sont fondées sur une analyse des perspectives de croissance et de marge de Safran. La banque retient en particulier une hypothèse de croissance à l'infini du chiffre d'affaires de 2 % et une marge d'EBIT ajusté de 14 %. Les flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital estimé à 8 % ; la structure retenue fonds propres/dette est basée sur la moyenne des comparables. Une analyse de sensibilité est menée en fonction de variations du taux d'actualisation et des hypothèses de croissance perpétuelle et de marge ;

- les multiples boursiers : les multiples implicites à la capitalisation des sociétés comparables sont étudiés et appliqués aux agrégats correspondants de Safran. Les multiples utilisés sont ceux de valeur d'entreprise / EBIT (agrégat utilisé de préférence à l'EBITDA par la société pour sa communication) mais aussi, dans le cas présent, de revenus par action (fonds propres / résultat net : « P/E »). Dans le cas de Safran, la méthode des multiples boursiers présente des difficultés particulières en raison d'une part de la cession de Morpho en 2016 et d'autre part de l'importance des dépenses de recherche et développement de Safran par rapport à ses comparables qui ne sont pas au même stade de leur cycle de produit et qui ont des pratiques comptables différentes en matière de capitalisation de la R&D. Ceci impose des retraitements et fait privilégier les années 2018 et 2019 plutôt que 2016, la R&D chez Safran devenant alors plus proche d'un niveau normatif. Ont été retenues comme comparables sept sociétés cotées européennes et américaines : Meggitt, Moog, MTU, Rolls Royce, United Technologies, Woodward et Zodiac Aerospace.

La banque conseil écarte d'autres méthodes d'évaluation : la somme des parties (du fait de la cession de Morpho l'aéronautique constitue désormais plus de 95 % de l'activité), les multiples de transactions comparables (à défaut d'échantillon pertinent et documenté), l'actif net réévalué (s'agissant d'une société industrielle en activité) et l'actualisation des flux de dividendes futurs (qui dépend du taux de distribution).

La banque étudie par ailleurs l'évolution du cours de bourse sur les douze derniers mois et sa moyenne, pondérée par les volumes, sur 12, 6, 3 et 1 mois. Elle étudie enfin les recommandations d'un certain nombre d'analystes et leurs objectifs de cours.

Au total, la banque conseil propose une évaluation au regard du résultat des différentes méthodes. Elle estime que dans le cas spécifique, les résultats de l'évaluation par actualisation des flux apparaissent les plus significatifs, pour les raisons mentionnées, tout en rappelant qu'elle est plutôt destinée à l'estimation de participations majoritaires.



VIII.- La Commission a analysé l'évolution du cours de bourse de Safran ainsi que l'évolution des grands enjeux du groupe depuis sa précédente évaluation du 13 novembre 2015.

Après plusieurs années de hausse soutenue, le cours de l'action Safran a atteint son maximum historique début octobre 2015 au-dessus de 70 €. La cession de titres par l'Etat sur le marché de novembre 2015 a pu être opérée au prix de 68,5 € par action. Suivant ensuite les entreprises de son secteur dont le recul accompagnait, en un peu plus marqué, celui de l'ensemble du marché, le cours a connu une phase de baisse qui s'est poursuivie jusqu'à mi-février 2016 où il approchait 50,50 €. L'action Safran reprenait ensuite, avec le marché, atteignant dès mi-mars 2016 un niveau supérieur à 60 €. Elle a évolué depuis lors, pour l'essentiel, dans un tunnel entre 60 € et 65 €, touchant ces derniers jours sa borne haute. Au total, depuis le précédent avis de la Commission du 13 novembre 2015, l'action Safran a subi une baisse de 2,7 % alors que ses comparables se maintenaient (grâce à un récent rebond) et que l'indice CAC 40 reculait de 5 %.

Le cours de bourse apparaît comme un élément de référence important dans le cadre de l'analyse de la valeur de la société compte tenu de l'importance du flottant et des volumes de transaction.

L'action Safran est suivie régulièrement par un nombre important d'analystes des grands établissements financiers. Leurs recommandations s'équilibrent globalement entre achat et neutre, ce qui traduit depuis un an un recul des opinions d'achat ainsi que des objectifs de cours dont la moyenne est aujourd'hui d'environ 67 €, soit un potentiel implicite de moins de 4 %. Certains analystes expriment notamment leurs interrogations sur le chiffre d'affaires récent (baisse des services aux moteurs), sur la cadence de la baisse des coûts de production du moteur LEAP et sur d'éventuels projets de croissance externe.

Safran est un grand groupe industriel de haute technologie qui, depuis la cession conclue en 2016 de l'activité de sécurité (Morpho), est désormais centré essentiellement sur l'aéronautique (moteurs et équipements) et secondairement l'électronique de défense. Cette clarification de périmètre, qui lui donne des moyens financiers pouvant permettre de saisir des opportunités de croissance externe, le rend aussi plus sensible aux risques relatifs à son cœur de métier, risques soulignés par les analystes financiers et qui ont déjà été mentionnés par la Commission dans ses précédents avis.

Ces risques sont en particulier les suivants :

- la maîtrise du process industriel et des coûts concernant la production du moteur LEAP, qui va se substituer très rapidement à celle du CFM, doit être confirmée, alors que du point de vue commercial et technique LEAP est d'ores et déjà un succès reconnu et que les premiers exemplaires sont livrés ;
- les conséquences financières du retard du programme du moteur Silvercrest doivent encore être pleinement appréciées ;
- le marché des hélicoptères, au cycle très prononcé, a atteint un point bas en 2015 et a été affecté par l'immobilisation au sol des H225 ;
- les services, qui constituent une source de marge décisive pour le groupe, doivent confirmer le retour à leur niveau de croissance antérieur ;
- dans le même domaine, les suites des investigations de la Commission européenne sur les politiques de prix des services après-vente de moteurs d'avions ne sont pas encore connues ;
- le moment du cycle aéronautique, et la conjoncture économique générale, restent par nature incertains pour un groupe qui en est encore davantage dépendant ;

- les incertitudes sur le secteur défense, dans un contexte de contraintes budgétaires fortes, demeurent malgré une réévaluation des besoins résultant des menaces actuelles.

Les éléments favorables déjà relevés dans les précédents avis de la Commission sont cependant confirmés et déterminants :

- le moteur LEAP a franchi avec succès toutes les étapes techniques. Il est désormais prêt à entrer en service et connaît un succès commercial rapide comme le prouvent les nombreuses commandes déjà enregistrées ;
- dans le même temps les livraisons de moteurs CFM56 sont restées très soutenues en 2015 ;
- l'importance des carnets de commande (68 milliards d'euros) ainsi que du parc de moteurs (CFM56 puis LEAP) et d'équipements en maintenance apporte une robustesse au compte de résultats ;
- l'environnement du secteur aéronautique reste pour l'heure favorable ;
- la société réalise régulièrement ses objectifs et sert des dividendes en hausse régulière.

Comme il a été exposé au point I ci-dessus, la Commission observe que la cession conduit à une diminution de la participation et donc des droits de vote de l'État dans Safran qui demeureront cependant au minimum de 21,46 %. Cette diminution est sans conséquence du point de vue des intérêts nationaux compte tenu des droits spécifiques dont dispose conventionnellement l'État.

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 lors des précédentes cessions. Le recours à cette procédure paraît approprié dans le contexte général du marché.

IX.- 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 60 euros par action soit globalement à environ 25 milliards d'euros pour 417 029 585 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 22 novembre 2016 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Daniele LAJOURMARD et M. Yvon RAAK, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER