

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2026- A. -1 du 11 mars 2026

relatif à l'évaluation de la société Fl Wh Holdco (projet Flying Whales)

La Commission,

Vu la lettre reçue le 9 mars 2026 par laquelle le directeur général des services par intérim de la Région Nouvelle-Aquitaine, M. Jérôme Larue, a saisi la Commission, en application des articles L. 4211-1 8°bis et R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Fl Wh Holdco ;

Vu le code général des collectivités territoriales, et en particulier son article R. 4211-7 ;

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 ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2019 - A. - 4 du 3 juillet 2019 relatif à l'évaluation de la société Fl Wh Holdco (projet Flying Whales) ;

Vu le Schéma régional de développement économique, de l'innovation et de l'internationalisation (SRDEII) 2022-2028 du Conseil régional de Nouvelle-Aquitaine ;

Vu la note de présentation des services de la région Nouvelle-Aquitaine en date du 17 février 2026 sur la prise de participation de la région au capital de la société Fl Wh Holdco ;

Vu le rapport d'expertise indépendante prévu à l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales, rapport établi par le cabinet EY daté de février 2026 ;

Vu la note de l'expert indépendant intitulée « Flying Whales : Note d'analyse financière -Compléments » présentée à la Commission le 25 février 2026 ;

Vu le projet de délibération du Conseil régional de Nouvelle-Aquitaine et son annexe transmis à la Commission le 9 mars 2026 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 17 février 2026 :

- la Région Nouvelle-Aquitaine représentée par MM. Fabrice Voisin, secrétaire général du pôle développement économique et environnemental, Brahim Guetarni,

secrétaire général adjoint du pôle développement économique et environnemental et David Buchet, chef de projet grands comptes

le 17 février 2026 :

- l'expert indépendant, la société EY, représentée par MM. Antoine Mameri et Maxime Galinant, avocats E&Y, Etienne Verdier, Parthenon /finances ,

le 17 février 2026 :

- la société Flying Whales représentée par M. Vincent Guibout, directeur général et Mme Jihane Karim, directrice financière ;

le 25 février 2026 conjointement :

- l'expert indépendant, la société EY, représentée par MM. Antoine Mameri et Maxime Galinant, Etienne Verdier et Tristan Rabatel, Parthenon/finances;
- la Région Nouvelle-Aquitaine représentée par MM Brahim Guetarni, secrétaire général adjoint du pôle développement économique et environnemental , David Buchet, chef de projet grands comptes et Mme Corinne Lozana, auditeur financier.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre reçue le 9 mars 2026, le président du Conseil régional de Nouvelle-Aquitaine a saisi la Commission, en application des articles L. 4211-1 8°bis et R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Fl Wh Holdco.

La Région Nouvelle-Aquitaine expose qu'elle envisage la transformation d'un compte courant d'associé de 10 M€ en parts du capital de la société Fl Wh Holdco, actionnaire majoritaire de la société Flying Whales SAS.

Ce projet d'investissement doit faire l'objet d'un vote du conseil régional le 2 avril 2026.

Ce projet s'inscrit dans la continuité de l'entrée initiale de la région au capital de la société en 2018.

La région avait en effet souscrit, pour un montant de 2,6 M€, au capital de la société en 2018, puis 7,75 M€ en 2019.

En 2019, la participation étant supérieure à 3 M€, la région avait saisi la Commission conformément aux dispositions de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales.

L'opération de 2019 avait fait l'objet de l'avis n° 2019 - A. - 4 du 3 juillet 2019 susvisé.

Le projet portant sur la transformation du compte courant d'associé en capital étant supérieur à 3 M€, l'avis de la Commission est de nouveau requis conformément à l'article susmentionné du CGCT qui dispose que « *préalablement à sa délibération, le conseil régional saisit pour avis la Commission des participations et des transferts prévue à l'article 25 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 [...]. Le rapport mentionné à l'article R. 4211-6 est transmis à la Commission des participations et des transferts. La Commission des*

participations et des transferts dispose d'un délai de deux mois, à compter de la date d'accusé de réception de la saisine, pour se prononcer sur la valeur de la société. Son avis est réputé donné s'il n'a pas été émis avant l'expiration de ce délai. Il est transmis au président du conseil régional. Cet avis est annexé à la délibération visée à l'article R. 4211-6. »

II.- La société Flying Whales SAS a été créée en 2012 par M. Sébastien Bougon en vue de développer une solution innovante de dirigeables de transport point à point de charges lourdes (jusqu'à 60 tonnes) ou encombrantes. L'aéronef projeté a été nommé LCA60T.

Flying Whales SAS a pour actionnaire majoritaire une holding, Fl Wh Holdco, au capital duquel la région est présente¹, et qui regroupe l'ensemble des actionnaires français.

Flying Whales SAS, qui assure la construction et l'entretien des dirigeables, constitue la branche industrielle (dénommée Flying Whales Industry -FWI) du groupe.

Flying Whales SAS détient une filiale à 100%, Flying Whales Services (FWS), qui proposera un service de transport par dirigeable clé en main à ses clients.

Les caractéristiques de chargement et de déchargement en vol stationnaire du LCA60T visent en effet à apporter des solutions à de nombreux problèmes logistiques de territoires enclavés dans le monde, avec une très faible empreinte environnementale.

Sont plus particulièrement visés les secteurs suivants.

- le transport de composants éoliens, comme les pales, pouvant dépasser les 100 mètres de longueur ;
- le transport de matériels industriels en s'affranchissant de contraintes de gabarits des voies de transports traditionnelles (routes, ponts, tunnels, rail, etc.) ;
- le transport du bois, notamment de construction, en s'affranchissant des contraintes d'accès aux sites de prélèvement ;
- le transport de matériaux de construction et d'équipements d'une part vers des communautés isolées, d'autre part dans des zones plus urbanisées pour des chantiers contraints en termes d'espaces ;
- une solution logistique dans des opérations d'aide humanitaire dans des zones sinistrées, coupées de leurs infrastructures de transport ;
- le transport d'un hôpital mobile autonome en énergie.

III.- L'intérêt de la région pour participer au projet s'inscrit dans les orientations en matière d'aides aux entreprises de son schéma régional de développement économique, d'innovation et d'internationalisation (SRDEII).

L'opération s'inscrit dans les objectifs suivants du SRDEII 2022-2028 :

- le chantier 1.1. « soutenir la transition énergétique et la sortie des énergies fossiles de l'économie », au sein de la priorité 1 intitulée « accélérer les transitions au service de la compétitivité et de l'emploi » ;

¹ Actuellement Flying Whales SAS est détenu à 51,39% par FL WH Holdco.

- l'objectif 3 « faciliter le financement et l'accélération des start-up (capital-risque) » du chantier 1.4. intitulé «répondre aux enjeux du financement des entreprises pour les accompagner dans leurs investissements face aux transitions » au sein de la priorité 1 susmentionnée ;
- l'objectif 6 « Soutenir les grands projets phares vitrines de nos filières » du chantier 2.3. « miser sur la diversité des filières régionales et accroître leur potentiel » au sein de la priorité 2 intitulée « renforcer notre souveraineté par l'innovation responsable » ;

La région motive plus précisément son intérêt pour le projet par les objectifs suivants :

- favoriser la mobilité et les transports intelligents ;
- poursuivre et renforcer la politique des filières, notamment dans les secteurs de l'aéronautique et du bois ;
- accélérer le développement des territoires par l'innovation ;
- développer l'écosystème de financement des entreprises.

La région a pris en compte le fait que Flying Whales prévoit d'établir en Nouvelle-Aquitaine un site de fabrication et d'assemblage ainsi que ses activités commerciales (FWS).

Le projet, tant directement que par l'activité apportée à ses partenaires industriels, est susceptible à la fois de renforcer des filières régionales majeures et d'apporter de nouveaux emplois.

IV.- La société Flying Whales SAS a conduit son premier tour de table externe en 2017, pour un montant de 10 millions d'euros, auquel avaient notamment participé la région et l'ONF, via Fl Wh Holdco.

Le deuxième tour de table, d'un montant de 30 M€, auquel la région a également participé et qui a fait l'objet de l'avis de 2019 susvisé de la Commission, prévoyait l'ouverture de capital de Flying Whales à des partenaires institutionnels et industriels.

En 2022, une augmentation de capital de 122 M€ a permis l'entrée de nouveaux actionnaires parmi lesquels French Tech Souveraineté, Société Nationale de Financement, IQ, Groupe ADP ou Air Liquide. La région n'y avait pas participé.

L'augmentation de capital en cours, d'un montant de 150 M€, est prévue en deux étapes.

Une première opération interviendrait en avril 2026. Le montant de l'augmentation de capital de Fl Wh Holdco, à laquelle la région participerait, serait ensuite utilisé pour souscrire à une augmentation de capital de Flying Whales SA, aux côtés d'autres investisseurs directs dans Flying Whales SAS, pour un montant total d'augmentation de capital compris entre 75M€ et 125M€.

Une seconde opération, sans participation de la région, serait réalisée en fin d'année 2026 pour atteindre la cible de 150 M€.

À l'issue de ces augmentations de capital, la société Flying Whales restera sous le contrôle de la Holdco à capitaux français.

La Région Nouvelle-Aquitaine siège aux conseils d'administration de FI Wh Holdco depuis 2017 et de Flying Whales SAS. La région a vocation à conserver ses sièges à l'issue de ces augmentations de capital.

V.- La Commission a disposé du rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet EY en application de l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales. L'expert y développe l'ensemble des points requis par ledit article, notamment :

- **l'analyse de la situation financière** de l'entreprise et de ses perspectives d'avenir,
- **une évaluation de la valeur réelle de la société** selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés.

Sur le premier point, l'expert souligne d'abord que le modèle économique est articulé autour de deux piliers complémentaires :

- Flying Whales Industry (FWI) qui constitue la composante industrielle du projet et dont les revenus proviendront principalement de la vente de dirigeables (majoritairement auprès de FWS) et des contrats de maintenance associés. La montée en cadence industrielle sera progressive, soutenue par trois lignes d'assemblage final situées en France, au Québec et en Australie.
- Flying Whales Services (FWS), qui porte le modèle d'exploitation, verra ses revenus provenir (i) de l'exploitation commerciale des dirigeables (ii) des services rendus aux opérateurs externes nationaux de flotte, incluant formation des équipages, assistance opérationnelle et redevances annuelles et (iii) des recettes publicitaires. FWS vise à constituer un modèle économique pérenne fondé sur des revenus récurrents liés à l'exploitation d'une flotte internationale.

Les principaux jalons du plan d'affaires sont les suivants :

- pour la branche industrielle (FWI), la première production se concrétiserait en 2027, les premières ventes commerciales en 2029 et l'atteinte du seuil de rentabilité en 2030 ;
- pour la branche services (FWS), le déploiement opérationnel des premières bases interviendrait à partir de 2029 et le seuil de rentabilité serait atteint en 2031.

La croissance de FWS dépendra directement de la mise en service des appareils et de leur taux d'utilisation, avec un effet d'échelle très important au-delà de 2031.

La perspective de rentabilité en moins de cinq ans après la mise en service du premier dirigeable est confortée selon l'expert par des marchés identifiés et par plus de 85 accords pré-commerciaux déjà engagés.

Les analyses de marché retiennent un potentiel de dirigeables cargo, estimé à 734 appareils à l'horizon 2034, tous usages confondus. Ce potentiel repose sur les avantages comparatifs des dirigeables par rapport aux autres modes de transport : capacité à acheminer des charges lourdes sur de longues distances, accès direct à des zones isolées sans infrastructures au sol, réduction des coûts logistiques, impact environnemental limité et polyvalence d'usage (industrie, énergie, humanitaire, construction).

L'expert relève que plusieurs acteurs internationaux ont initié des projets similaires, notamment en Amérique du Nord et en Asie, confortant l'idée que le marché est en train d'émerger à l'échelle mondiale.

Dans ce contexte, l'expert estime que le plan d'affaires présenté par Flying Whales est cohérent avec la dynamique du secteur, en particulier en matière de volumes potentiels et de segmentation géographique.

L'expert souligne enfin que la réalisation de ce plan d'affaires passe par un financement supplémentaire de 150 M€ en 2026, en vue de finaliser la phase industrielle et d'atteindre la capacité de production prévue.

Ce financement conditionne le respect du calendrier, la montée en cadence des lignes d'assemblage et, plus largement, la capacité de Flying Whales à saisir une part significative de ce nouveau marché.

Sur le second point, l'expert a retenu comme méthode d'évaluation l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Plus précisément, l'expert a utilisé la méthode DCFE² qui actualise les *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* pour déterminer la valeur du capital de Flying Whales SAS, en utilisant le coût du capital comme taux d'actualisation.

La méthode DCFE a été mise en œuvre dans le cadre d'une approche dite de la « somme des parties » consistant à valoriser séparément chacune des deux activités (FWI et FWS) et à additionner ces valeurs pour obtenir une valeur totale du groupe.

L'expert estime que cette approche permet de mieux refléter l'hétérogénéité des deux activités et les différences de risques associées à des modèles économiques différents.

D'une part, FWI a une activité industrielle nécessitant des dépenses d'investissement importantes et est exposé à des risques technologiques.

D'autre part, FWS a une activité de service, avec des flux de trésorerie futurs plus récurrents, et est exposé à des risques opérationnels.

Les risques étant distincts, les taux d'actualisation retenus sont différents, respectivement 23% et 28%, et sont issus d'observations de taux de retour attendus de fonds de capital-risque.

² *Discounted cash flow to equity.*

Les multiples de sortie ont été calculés indépendamment pour chaque société sur la base d'un groupe de comparables et appliqués à un EBITDA net des *leasings* conformément aux standards du secteur aérien.

L'expert estime que l'approche retenue est cohérente avec les valorisations réalisées lors des précédentes opérations.

La valorisation a été réalisée par l'expert à partir des plans d'affaires de chacune des deux activités, en incluant les flux intragroupes. Pour autant, l'expert indique que les flux intragroupes ne créent pas de survalorisation parce qu'ils n'ajoutent pas de marge artificielle au sein du groupe.

L'expert souligne que la valeur des fonds propres de 500 M€ de Flying Whales SAS retenue par les investisseurs pour ce tour de financement -notamment par CMA CGM présenté comme le nouvel investisseur principal- intègre une décote du plan d'affaires préparé par la direction de la société. Cette valorisation à 500 M€ représente une décote significative d'environ 30 % par rapport à la valeur centrale DCFE. Cette valorisation reste néanmoins supérieure à celle du tour de table précédent.

L'expert conclut que le projet de nouvelle participation de la Région Nouvelle-Aquitaine au sein de la Société (Fl Wh Holdco, société mère), sur cette base de valorisation de Flying Whales (soit une valorisation de 256.950.000 euros pour la société mère, qui détient 51,39% de FLYING WHALES), permettrait à la région de bénéficier des perspectives de développement poursuivies.

VI- Conformément à l'article R. 4211-7 2° du code général des collectivités territoriales, la Commission est amenée à se prononcer sur la valeur de la société Fl Wh Holdco. Cette valeur dépend de celle de Flying Whales SAS qui comprend la production des dirigeables gros porteurs et la commercialisation des services qu'ils offriront (FWS).

Se situant encore dans une phase de développement, la société a réalisé des résultats qui restent négatifs sur les derniers exercices.

Ses charges sont constituées principalement par la rémunération des salariés, l'achat d'études, des honoraires et des charges de loyer. Les charges de personnel, qui ont connu une forte augmentation³, représentent 37 % des coûts opérationnels.

Les dépenses en recherche et développement ont fortement augmenté dans un contexte de finalisation de la revue préliminaire de conception et l'avancement vers la revue critique de conception. La société immobilise une part importante de ces coûts de développement qui commenceront d'être amorties à partir de la mise en production des dirigeables.

La consommation de trésorerie des derniers exercices rend désormais nécessaire de procéder à une nouvelle levée de fonds.

La Commission a étudié le plan d'affaires établi par la direction de Flying Whales SAS, qui a aussi été à la base des travaux de l'expert indépendant.

³ L'effectif s'élève à 200 équivalents temps plein.

La Commission observe qu'il repose sur des hypothèses volontaristes en ce qui concerne le développement du marché, la cadence de livraison des dirigeables, le niveau des prestations de maintenance, le prix de vente et les revenus de commercialisation.

Les risques de décalage de ce calendrier prévisionnel du plan d'affaires, qui a fait l'objet de glissements significatifs par le passé⁴, doivent donc être examinés attentivement.

À cet égard, la Commission observe que les objectifs de production ne pourront être atteints qu'avec la mise en service du site de production de Laruscade, en France, de celui du Québec puis de l'Australie. Ces mises en service ont déjà fait l'objet des retards générés par des recours juridiques à l'encontre de ces nouvelles implantations industrielles.

L'obtention des autorisations de vols par l'AESA⁵ est par ailleurs en cours. La société a maintenant atteint la quatrième et dernière phase du processus en vue d'envisager la délivrance finale du certificat en 2029.

La Commission a relevé que les discussions avec le principal investisseur industriel ont légitimement conduit à retenir, pour la valorisation de la société, un plan d'affaires plus prudent que celui de la direction (cf. § V supra). Cela permet de prendre en compte les risques de décalage dans la mise en œuvre de ce dernier.

Après l'augmentation de capital de 150 M€ en cours, le capital devra être de nouveau augmenté en 2027 ou, plus probablement, 2028, pour permettre la mise en œuvre du plan d'affaires.

Concernant la méthode de valorisation de Flying Whales SAS, la Commission constate qu'en 2019 la méthode DCF avait été retenue, à défaut d'autres approches disponibles à ce stade précoce de développement de l'entreprise. Depuis, la société a levé des fonds auprès d'un certain nombre d'investisseurs fournissant autant de repères de la valeur de son projet aux yeux du marché.

La Commission estime que les conditions d'entrée des nouveaux investisseurs reflètent plus fidèlement la juste valeur des titres de la société que la méthode DCF. Elle observe notamment :

- que les nouveaux investisseurs n'ont pas de lien de dépendance avec la société ;
- que les termes et conditions des titres émis dans le cadre de l'augmentation de capital sont identiques à ceux émis précédemment ;
- que les nouveaux investisseurs, outre leur intérêt financier, ont un intérêt commercial à investir dans la société mais que leur part dans le capital et les droits qui leur sont octroyés ne conduisent pas pour autant à conclure qu'il s'agit d'investisseurs stratégiques ;
- que l'entrée des nouveaux investisseurs n'empêche pas une dilution disproportionnée des investisseurs historiques.

Dans ces conditions, la Commission a considéré que la valeur de 500 M€ retenue pour l'augmentation de capital de la société Flying Whales SAS correspond à sa juste valeur.

⁴ Le plan d'affaires initial prévoyait un démarrage en 2019, qui a été reporté à 2027 et qui sera très probablement encore reporté en 2028 du fait des recours juridiques à l'encontre de la construction de la ligne d'assemblage des dirigeables sur le site de Laruscade en Gironde.

⁵ Agence européenne de la sécurité aérienne.

Afin de conforter son analyse, la Commission a examiné les conditions de l'augmentation de capital intervenue en 2022 qui a permis à la société de lever 114 M€ sur la base d'une valorisation de 375 M€. Sa valeur à l'issue de cette opération, soit 489 M€, est apparue cohérente avec celle de la levée de fonds en cours. En effet, entre les deux opérations la société a certes progressé vers l'objectif, déterminant pour sa valorisation, de construire un premier prototype de dirigeable, mais la date d'atteinte de cet objectif est, comme en 2022, estimée à deux/trois ans après l'augmentation de capital. La Commission a considéré qu'il était cohérent que la valorisation soit quasiment identique entre les deux opérations.

Par ailleurs, la Commission n'a pas retenu la méthode du DCFE par somme des parties présentée par l'expert indépendant qui ne lui a pas semblée appropriée. Elle a noté qu'en 2019, la méthode DCF avait été appliquée à la valeur de l'entreprise et non à celle de ses seuls fonds propres et sur la base d'un plan d'affaires consolidé du groupe.

Au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été communiqués, la Commission estime que la valeur, avant l'augmentation de capital, des fonds propres de la société Flying Whales SAS a été correctement évaluée à 500 M€ et donc la valeur de ceux de Fl Wh Holdco à 257 M€.

La Commission observe qu'en fonction de cette valorisation, la valeur théorique de la participation de la région après l'augmentation de capital est au moins égale à sa valeur avant celle-ci majorée de son investissement.

Adopté dans la séance du 11 mars 2026 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Marc AUBERGER, Mme Laure BEDIER, M. Bérold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Mireille FAUGERE et Mme Marion GUILLOU, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE