

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2023 - A.C. – 02 du 19 janvier 2023

**relatif au transfert au secteur privé par la SAEML SEMATRA
de la société Air Austral et à l'évaluation de la société Air Austral**

La Commission,

Vu la lettre reçue le 19 décembre 2022 par laquelle la région de La Réunion a saisi la Commission en application :

- de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Air Austral ;
- du 8 bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Air Austral ;

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 délibération DAP2022_0022 du 28 juin 2022 de l'assemblée plénière du conseil régional de La Réunion ;

Vu la délibération DCP2022_0916 du 15 décembre 2022 de la Commission permanente du conseil régional de La Réunion ;

Vu la lettre d'offre de reprise d'Air Austral en date du 16 décembre 2022 ;

Vu le rapport en date du 15 septembre 2022 établi par Deloitte portant sur les analyses des prévisions financières d'Air Austral ;

Vu le rapport d'évaluation de la valeur d'Air Austral SA et du caractère avisé de sa privatisation et d'une nouvelle prise de participation par son actionnaire public historique SEMATRA en date du 19 décembre 2022 établi par Analysis Group ainsi que les notes complémentaires des 6 et 15 janvier 2023 ;

Vu le protocole de conciliation du 23 décembre 2022 entre Air Austral, SEMATRA, les banques créancières, l'Etat, Run Air et la SAS Deleflie ;

Vu le projet de pacte d'actionnaires de la société Air Austral reçu le 16 janvier 2023 ;

Vu la décision C(2023) 198 final du 5 janvier 2023 de la Commission européenne ayant pour objet « *Aide d'Etat -France- SA. 10744 (2022/N) COVID-19 Compensation de dommages pour Air Austral et SA.104412 (2022/N) Aide à la restructuration d'Air Austral* » ;

Vu la décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société SEMATRA et le groupe Deleflie ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 16 janvier 2023,

- le conseil régional de La Réunion représenté par M. Normane Omarjee, troisième vice-président, délégué au désenclavement aérien, maritime et numérique, Mme Claudine Dupuis, directrice générale des services de la région et M. Didier Aubry, directeur général adjoint, assisté par Maître Emmanuel Glaser et Maître Sandrine Perrotet (cabinet Fréget-Glaser) ainsi que par Maître Géraud Saint Guilhem (cabinet Veil Jourde) ;
- Air Austral représenté par M. Joseph Brema, président-directeur général assisté par Maître Julien Bensaid (cabinet White & Case) ;

le 16 janvier 2023, le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) représenté par M. Pierre-Olivier Chotard, secrétaire général, M. Julien Bracq et M. Vincent Doumergue, rapporteurs ;

le 17 janvier 2023, Analysis Group représenté par M. Benoit d'Udekem, vice-président ;

le 17 janvier 2023, la société Deleflie SAS représentée par M. Jean-Claude Pradines, directeur général assisté par Maître Basile Ippolito (Thorium conseil).

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre reçue le 19 décembre 2022, le conseil régional de La Réunion et la SEMATRA ont saisi la Commission dans le cadre du plan de restructuration de la société Air Austral.

SEMATRA, détenu à hauteur de 73,5% par la région de La Réunion¹, détient 99% du capital d'Air Austral.

Le plan de restructuration d'Air Austral prévoit notamment l'entrée d'un nouvel actionnaire majoritaire (55,18%) et la souscription par SEMATRA à une augmentation de

¹Le reste du capital est détenu par le département de La Réunion (11,42%), la Caisse des Dépôts et Consignations (13,59%) et d'autres investisseurs minoritaires (1,5%).

capital d'Air Austral. SEMATRA conserverait ainsi une part minoritaire (44,8%) du capital d'Air Austral².

Cette restructuration, compte tenu de ses modalités, constituerait à la fois une privatisation, entrant dans le champ de l'article 181 de la loi du 6 août 2015, et une opération de prise de participation relevant du 8 bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales (CGCT). Elle nécessite donc, à un double titre, l'avis de la Commission.

L'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée dispose que toute cession, par une collectivité territoriale, d'une participation majoritaire dans une société réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 75 M€ ou employant plus de 500 personnes doit faire l'objet d'un avis conforme de la Commission.

L'article R. 4211-7 du CGCT indique par ailleurs que, préalablement à sa délibération relative à l'acquisition de parts dans le capital d'une société commerciale, le conseil régional doit notamment saisir « *pour avis la Commission des participations et des transferts prévue à l'article 25 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique si l'une des conditions suivantes est réunie : 1° La société dans laquelle la prise de participation est envisagée réalise un chiffre d'affaires supérieur à soixante-quinze millions d'euros ou emploie plus de cinq cents personnes, appréciés sur une base consolidée ; 2° La participation envisagée est égale ou supérieure à trois millions d'euros. Le rapport mentionné à l'article R. 4211-6 est transmis à la Commission des participations et des transferts* ».

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, la Commission émet un avis sur :

- la valeur de la société ;
- les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

L'acquisition de nouvelles parts au capital d'Air Austral est soumise aux dispositions de l'article R. 4211-7 du CGCT susvisé qui précise notamment que « *...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.* »

Par ailleurs, l'opération est également soumise à l'approbation de la Commission européenne au titre du contrôle des aides d'Etat et de l'Autorité française de la concurrence au titre du contrôle des concentrations.

Selon le communiqué de la Commission européenne du 5 janvier 2023, celle-ci « *...a autorisé en vertu des règles de l'UE en matière d'aides d'Etat, le projet de la France d'octroyer (i) une aide à la restructuration d'un montant de 119,3 millions d'euros pour permettre le retour à la viabilité de la compagnie aérienne Air Austral ; et (ii) une aide d'un montant de 17,5*

² 0.02% du capital est détenu par des actionnaires minoritaires.

millions d'euros pour indemniser cette compagnie des dommages subis suite à la pandémie du coronavirus entre le 17 mars et le 30 juin 2020. ».

La Commission européenne³ indique également que « *le plan permet de garantir la viabilité sur le long terme de la compagnie, en évitant ainsi sa liquidation qui serait particulièrement dommageable pour la région ultrapériphérique et assistée qu'est La Réunion. »*

La Commission européenne précise enfin qu'elle a « *notamment tenu compte de mesures visant à limiter les distorsions de concurrence, à savoir : (i) la limitation du nombre des sièges offerts par Air Austral ; (ii) une limitation du nombre des lignes aériennes exploitées par la compagnie ; (iii) l'interdiction de prises de participations dans d'autres entreprises ; et (iv) l'ouverture des accords commerciaux aux compagnies aériennes qui en feraient la demande. Ces mesures seront en place pendant toute la durée du plan de restructuration, c'est-à-dire de janvier 2022 à mars 2025. »*

En France, l'Autorité de la concurrence, qui a rendu sa décision le 12 janvier 2023⁴, a considéré que l'opération n'était pas de nature à porter atteinte à la concurrence sur les marchés concernés.

II- Air Austral est la seule compagnie aérienne basée à La Réunion. Elle est la société faitière du groupe Air Austral.

Le groupe est spécialisé dans le transport aérien régulier de passagers et de fret. Il exploite, depuis 1990, date de sa création, des liaisons aériennes avec huit pays de la zone sud-ouest de l'Océan Indien et trois pays situés en Asie (Inde, Thaïlande et Chine). Le groupe Air Austral exploite également une activité long courrier de et vers la métropole, au départ de La Réunion depuis 2003, et au départ de Mayotte depuis 2016.

Le groupe, qui exploite une flotte largement renouvelée depuis fin 2016, a transporté sur l'exercice 2019/2020⁵ environ 1,2 million de passagers et 15 000 tonnes de fret. Il disposait alors d'un peu plus de 1 200 collaborateurs et générait, avant la pandémie de Covid-19, un chiffre d'affaires annuel d'environ 400 M€.

Les confinements, restrictions de voyages et fermetures de frontières consécutifs à la pandémie de COVID-19 ont sévèrement dégradé la situation financière, déjà fragile, d'Air Austral.

Les activités de transport de passagers et, dans une moindre mesure, de fret d'Air Austral ont subi une chute considérable et brutale de la demande, et par conséquent des revenus de la société. Il en est résulté des pertes significatives et des fonds propres négatifs à la fin des exercices 2020-2021 et 2021-2022.

Pour faire face à cette situation, en mai 2020 Air Austral a initié une première procédure de conciliation et a sollicité le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI). Cet examen a conduit à un premier refinancement pour un montant total de 120 M€, principalement

³ Décision C(2023) 198 final du 5 janvier 2023

⁴ Décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société SEMATRA et le groupe Deleflie

⁵ L'exercice comptable annuel d'Air Austral se termine au 31 mars.

via des prêts garantis par l'Etat (PGE), mais aussi via une avance de compte courant de SEMATRA, structurée comme de la dette subordonnée.

Par la suite, à l'été 2021, alors que l'économie était confrontée à une recrudescence de la pandémie, Air Austral a obtenu, dans le contexte d'un premier mandat ad hoc, un second refinancement pour un montant total de 55 M€ : 25 M€ par SEMATRA, 20 M€ via un prêt consenti par l'Etat via le Fonds de développement économique et social (FDES) et 10 M€ via des subventions de l'Etat en faveur des entreprises particulièrement affectées par la crise sanitaire.

En parallèle, pour préserver sa trésorerie redevenue précaire à l'automne 2021, Air Austral a initié des négociations avec ses créanciers et obtenu une suspension, sous conditions, de l'exigibilité du remboursement de certains prêts, tout en travaillant sur différents scénarios de restructuration.

Air Austral a ensuite poursuivi ces négociations dans le contexte d'une deuxième procédure de conciliation, engagée en janvier 2022, avec pour objectif de préserver sa trésorerie « dans l'attente de recevoir des offres d'investisseurs et de restructurer la dette globale de la société ». Air Austral a obtenu, d'une part, une aide au sauvetage d'un total de 20 M€, qui a été approuvée le 18 janvier 2022 par la Commission européenne au titre du contrôle des aides d'Etat, d'autre part, une suspension des échéances bancaires jusqu'au 27 septembre 2022.

Dans le contexte d'un second mandat ad hoc, Air Austral a poursuivi des négociations avec ses créanciers et obtenu de l'Etat une aide « fermeture » et « post-fermeture » pour un montant de 19 M€, en compensation de la fermeture forcée de certaines lignes aériennes pendant l'exercice 2021-2022.

III.- Pour assurer son redressement financier, Air Austral a envisagé un renforcement de ses fonds propres via une privatisation, c'est-à-dire le transfert d'une majorité de son capital à des investisseurs privés. Air Austral a mandaté une banque conseil pour l'assister dans ce processus de privatisation.

Un mandat initial a été confié à la banque Rothschild en janvier 2021 pour trouver un investisseur tiers en vue d'une éventuelle augmentation de capital visant à renforcer le bilan de la société, accompagnée d'une renégociation de sa dette existante. La banque Rothschild a approché durant l'année 2021 plus de 40 investisseurs financiers et stratégiques parmi lesquels des acteurs locaux tel Deleflie SAS.

Aucun des investisseurs contactés n'a donné suite du fait notamment des incertitudes liées à la crise sanitaire, du niveau d'endettement de la société et de l'état de la concurrence dans le secteur aérien.

Des avenants au mandat ont ultérieurement été signés avec la banque Rothschild notamment pour envisager un rapprochement entre Air Austral et la compagnie aérienne française Corsair.

De nombreux investisseurs (69) ont alors été contactés ou recontactés dans le cadre de ce second processus (dont des investisseurs régionaux, y compris Deleflie SAS). Des investisseurs ont alors marqué un intérêt pour une transaction impliquant un rapprochement

d'Air Austral avec Corsair, mais les échanges avec ces investisseurs n'ont finalement pas abouti.

En août 2022, un groupe d'investisseurs réunionnais (Run Air), mené par la société Deleflie SAS, a fait une offre ferme pour entrer au capital d'Air Austral en tant qu'actionnaire majoritaire, aux côtés de SEMATRA et d'autres actionnaires minoritaires.

Une version actualisée de l'offre ferme, datée du 16 décembre 2022, intégrant principalement une nouvelle version du plan d'affaires et de la clause de retour à meilleure fortune, qui bénéficie notamment à SEMATRA, a été transmise au conseil régional de La Réunion.

IV.- Run Air est une société en création dont le siège social sera à La Réunion. Elle sera constituée de 27 investisseurs réunionnais avec comme principal actionnaire (59%) la SAS Deleflie. Elle détiendra la participation de 55,18% dans Air Austral.

Deleflie est une holding détenant principalement 99% du capital de la SA Clinifutur, exerçant des activités dans le domaine de la santé privée. Le groupe de santé Clinifutur dispose notamment d'une expérience de plus de 30 ans dans la santé à la Réunion et à Mayotte. Il se place parmi les 10 premiers groupes d'hospitalisation privés français. Le groupe, qui dispose de plus de 2000 salariés, représente notamment 80% des capacités d'accueil des activités de médecine-chirurgie-obstétrique du secteur privé hospitalier de l'île de la Réunion.

V.- L'offre ferme du 16 décembre 2022 prévoit un apport total de fonds de 55 M€, correspondant aux besoins de trésorerie estimés d'Air Austral, répartis entre Run Air et SEMATRA : 30 M€ pour Run Air, dont 17 M€ en capital, correspondant à une participation de 55,18%, et 13 M€ en compte courant. 25 M€ pour SEMATRA, dont 13 M€ en capital, correspondant à une participation de 44,8%, et 12 M€ en compte courant.

La transaction est subordonnée à une restructuration préalable du passif d'Air Austral réalisée dans le contexte d'une nouvelle procédure de conciliation et qui porte sur les points suivants :

- capitalisation des comptes-courants de SEMATRA et réduction de capital d'Air Austral ;
- abandon de 80% à 90% des prêts (hors ceux finançant l'acquisition d'avions) et remboursement linéaire du solde de ces prêts sur 4 ans à partir de septembre 2024 ou décembre 2026 ;
- abandon d'une partie du passif fiscal et social, remboursement linéaire du solde sur 4 ans et remboursement du passif public constitué entre avril et juin 2022 lors de l'exécution de la transaction ;
- clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d'Air Austral, leur permettant de percevoir les flux de trésorerie considérés comme excédentaires entre 2025 et 2034.

VI.- La Commission a disposé du « rapport d'évaluation de la valeur d'Air Austral SA et du caractère avisé de sa privatisation et d'une nouvelle prise de participation par son actionnaire public historique SEMATRA SAEML » établi par Analysis Group pour le conseil régional de La Réunion.

L'article R. 4211-8 du code général des collectivités territoriales requiert en effet que lors de la cession par une région d'une participation dans une société commerciale, le conseil régional dispose d'un rapport établi par un expert indépendant. « *Ce rapport comporte notamment :*

1° Une analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'évolution ;

2° 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. »

Par ailleurs, en cas de prise de participation (article R. 4211-6 du CGCT), « *le rapport de l'expert indépendant comporte notamment :*

1° Une analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'évolution ;

2° 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 ;

3° Une appréciation du caractère avisé de l'investissement ;

4° Une analyse technique de la qualification juridique de la participation au capital envisagée au regard des conditions fixées au paragraphe 1 de l'article 107 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. »

Le rapport d'Analysis Group expose d'abord que, sans perspective de reprise, Air Austral se retrouverait incessamment en cessation de paiement et, sans injection de capital, dans un scénario de liquidation⁶.

L'expert procède ensuite à une valorisation d'Air Austral avec la mise en œuvre du plan de restructuration exposé au V supra.

L'expert adopte la méthode d'actualisation des flux de trésorerie pour valoriser Air Austral.

⁶ « *Dans un tel scénario, la SEMATRA ne recouvrerait aucune valeur sur son investissement. En effet, la SEMATRA est à la fois le créancier le plus subordonné de la Société et son actionnaire principal, et la liquidation des actifs d'Air Austral ne permettrait pas de rembourser complètement les créanciers qui sont seniors à la SEMATRA.*

Si la transaction est mise en œuvre, la SEMATRA ne recouvrera pas non plus initialement de valeur sur l'investissement qu'elle a réalisé jusqu'ici. Néanmoins, la SEMATRA pourra rester en tant qu'actionnaire minoritaire au capital d'Air Austral, qui maintiendra une activité opérationnelle au-delà de 2022, et sera bénéficiaire d'une clause de retour à meilleure fortune. »

L'expert utilise également, mais à titre subsidiaire seulement, la méthode des comparables boursiers. En effet, il souligne que le contexte spécifique à Air Austral rend l'application de cette méthode alternative malaisée et que les actions d'Air Austral n'étant pas cotées, leur comparabilité avec des sociétés cotées présente des limites.

Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie futurs d'Air Austral sont basés sur le plan d'affaires annexé à l'offre ferme révisée de Run Air susvisée.

Ce plan d'affaires, établi par Deloitte et validé par les dirigeants d'Air Austral, couvre la période 2023-2029. Il prévoit :

- une croissance progressive du chiffre d'affaires associée à une augmentation de la capacité de transport mise sur le marché par Air Austral ainsi qu'à un taux de remplissage et à un prix des billets en légère hausse vers la fin de l'horizon du plan ;
- un retour progressif des coûts d'approvisionnement en kérosène à un niveau stable, mais plus élevé que pré-pandémie ;
- un retour progressif des autres coûts à leur niveau de pré-pandémie ;
- une marge bénéficiaire avant intérêts, impôts, amortissements et dépréciations et loyers (*EBITDAR*⁷), légèrement inférieure à celle observée sur la période 2017-2019 ;
- des loyers d'avions inférieurs à la période pré-pandémie, à la suite de leur renégociation pendant la crise sanitaire ;
- au total, une marge nette légèrement supérieure à celle observée sur la période 2017-2019.

Pour évaluer la valeur terminale d'Air Austral au-delà de l'horizon du plan d'affaires, l'expert retient comme hypothèse que le taux de croissance des flux à perpétuité est nul.

L'expert quant à lui souligne que la marge nette est significativement plus élevée par rapport à celle que la société a réalisée avant la crise sanitaire. L'expert considère que le plan d'affaires est empreint d'un certain optimisme eu égard (i) à la rentabilité moyenne du secteur, (ii) à l'environnement devenu plus concurrentiel pour Air Austral et (iii) à la combinaison d'une augmentation du taux d'occupation et du maintien de prix de billets élevés qui semble agressive, en particulier sur les lignes vers la Métropole où la concurrence est la plus marquée.

L'expert valorise donc également Air Austral en utilisant les scénarios alternatifs proposés par Deloitte dans le contexte du dossier d'aide d'Etat soumis à la Commission européenne. Ces scénarios prévoient des fermetures de lignes aériennes ou une rentabilité plus proche de l'historique récent de la société.

Au final, l'expert retient un scénario de référence pour la valorisation avec un taux d'occupation réduit de 2 points, menant à une marge opérationnelle plus proche de celle d'Air

⁷ *Earnings before interest, taxes, depreciation, amortisation and restructuring or rent costs.*

Austral avant la crise sanitaire, mais lui attribuant un certain crédit du fait de la renégociation du loyer des avions.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC), déterminé sur la base des méthodes usuelles, s'élève selon l'expert à 16,6%. Il intègre une prime d'illiquidité, pour tenir compte du fait que les actions d'Air Austral ne sont pas cotées en bourse et ne peuvent pas être traitées sur les marchés financiers. La prime d'illiquidité retenue est celle qui est observée entre les actions les plus liquides et les moins liquides sur les marchés développés, en ce compris le marché français.

Le CMPC intègre également une prime de risque des fonds propres qui résulte de la part élevée de l'investissement dans Air Austral des actionnaires de Run Air par rapport à leur patrimoine global (notion d'actionnaire sous-diversifié).

Valorisation par la méthode des comparables boursiers

L'expert utilise à titre subsidiaire la méthode des comparables boursiers. Le multiple retenu est le ratio entre la valeur des fonds propres d'une compagnie aérienne (capitalisation boursière pour celles qui sont cotées en bourse) et les bénéfices nets prévisionnels (ratio P/E).

L'expert compare les multiples P/E d'Air Austral pour la période 2024-2029 avec les multiples P/E prévisionnels d'autres compagnies aériennes :

- actives sur des lignes aériennes comparables à celles qu'opère Air Austral et sur un axe géographique similaire ;
- qui n'ont pas adopté un modèle « *low-cost carrier* », qui les rendraient incomparables d'un point de vue opérationnel et financier ;
- qui sont cotées en bourse ;
- dont la rentabilité future est estimée par des analystes financiers.

Il en résulte que sur la période 2025-2027 (après mise en œuvre de restructurations opérationnelles), le P/E d'Air Austral est généralement dans la fourchette basse des P/E des compagnies aériennes comparables sur la période 2023-2025 (pour lesquelles des bénéfices sont estimés par les analystes financiers).

Conclusion tirée par l'expert

Au final, l'expert évalue la valeur d'entreprise d'Air Austral dans une fourchette comprise entre 53 et 61 M€. Il en déduit que la valorisation de la société à 55 M€ dans le contexte de la transaction (fonds propres et avances en compte courant) est raisonnable en tenant compte :

- du plan d'affaires de Run Air ;
- d'hypothèses raisonnables de taux d'occupation, de maintien du prix des billets et d'une potentielle suppression des lignes aériennes opérées à perte et/ou d'un avion moyen-courrier ;

- d'un coût du capital des investisseurs reflétant la structure de capital « naturelle » de la société et le caractère illiquide et non-diversifié de l'investissement ;
- de l'apurement des dettes résiduelles de la société et de la clause de retour à meilleure fortune.

L'expert conclut « *qu'à la fois l'injection de capital par la SEMATRA et la privatisation d'Air Austral via une prise de participation majoritaire par Run Air, prévues au sein de la transaction : (i) se font à des valeurs conformes à celles de la société, sous des hypothèses de valorisation raisonnable et (ii) ont un caractère avisé.* »

VII.- En application de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée et de l'article R. 4211-7 du CGCT, la Commission doit délivrer un avis sur la valeur d'Air Austral.

La Commission relève que la perte de la majorité des droits de vote dans Air Austral sera réalisée à l'occasion de l'augmentation de capital qui suivra immédiatement une réduction de capital dont l'objet est d'apurer les pertes antérieures. La perte de la majorité des droits de vote de SEMATRA ne résulte donc pas d'une cession mais de l'augmentation de capital qui conduira la région de La Réunion à détenir, via SEMATRA, 26,88% du capital d'Air Austral (60% x 44,8%) versus 72,77% auparavant (73,5% x 99%) ; un nouvel actionnaire, Run Air, devenant l'actionnaire majoritaire d'Air Austral.

Ce faisant, la région se conforme aux dispositions de l'article R4211-5 du CGCT qui dispose que :

« la prise de participation décidée par le conseil régional ne peut avoir pour effet :

– ni de faire porter la part détenue par une ou plusieurs régions dans le capital d'une société commerciale à plus de 33 % ;

– ni de faire porter la part de capital détenue, directement ou indirectement, par des personnes publiques à plus de 50 %. ».

Dans ce contexte très spécifique de la transaction projetée, la Commission a noté les motifs pour lesquels l'expert a retenu l'approche de valorisation décrite au VI.

Elle considère que la méthode DCF est une approche pertinente au regard des spécificités de l'entreprise et du marché sur lequel elle opère.

Concernant le plan d'affaires, la Commission constate que l'environnement économique qui prévaut depuis le début de 2022 rend plus difficile le choix de certaines des hypothèses clés sur lesquelles il repose. En particulier, la détermination sur un horizon de sept ans de l'évolution du prix du kérosène et du cours euro/USD est très délicate au regard de la situation actuelle et des perspectives des marchés concernés. En outre, la capacité de la compagnie à répercuter les hausses de coûts sur le prix des billets, sans entraîner une baisse du taux de remplissage, est également difficile à apprécier.

Dès lors, la Commission considère que le plan d'affaires pourrait en réalité être moins favorable que celui retenu par l'expert.

La Commission a donc demandé des calculs de sensibilité de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres à des marges d'exploitation plus dégradées, même si une dégradation de la marge opérationnelle devrait conduire Air Austral à engager rapidement des mesures correctrices visant à maintenir une marge opérationnelle adéquate sur un périmètre d'opérations plus restreint.

La Commission relève par ailleurs que le CMPC retenu par l'expert est élevé. Le coût des seuls fonds propres est ainsi de 29.1%. Or, les attentes des nouveaux actionnaires en matière de rendement des fonds propres sont, toutes choses égales par ailleurs, nécessairement moins élevées que celles d'un investisseur financier ordinaire. En effet, SEMATRA est un investisseur public et Run Air regroupe des investisseurs réunionnais qui devraient avoir des attentes moins élevées en matière de rémunération des fonds propres qu'un investisseur privé classique.

De plus, la Commission observe que les nouveaux actionnaires bénéficieront le cas échéant d'une clause de retour à meilleure fortune et que le conseil régional de La Réunion, qui considère que « *la survie d'Air Austral est capitale pour l'économie réunionnaise et les services rendus aux habitants de La Réunion* », peut légitimement attendre de son investissement des externalités positives sur l'économie régionale.

L'expert a donc fourni à la demande de la Commission une estimation de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres sur la base de niveaux de CMPC moins élevés.

L'expert a transmis à la Commission une évaluation du CMPC sur la base d'une répartition de 2/3 de dettes et 1/3 de capitaux propres, versus 51% et 49% dans son scénario de référence. Cette structure de financement est plus proche de celle d'Air Austral lors des trois années pré-covid et de celles des nombreuses autres compagnies aériennes. Il en résulte un CMPC de 12,4%. L'expert estime que cette répartition, probablement plus proche de la structure financière cible d'Air Austral, doit conduire à déduire de la valeur d'entreprise la valeur actuelle de la dette relative à l'acquisition d'un des avions de sa flotte pour déterminer la valeur des fonds propres, car cet endettement aurait, dans cette hypothèse, une nature structurelle. La valeur des fonds propres d'Air Austral qui en résulte serait alors de l'ordre de 30 M€.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur des fonds propres d'Air Austral, après mise en œuvre du plan de restructuration, peut être correctement estimée à 30 M€.

VIII.- En application de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que la société Air Austral est née il y a plus de trente ans de la volonté des collectivités locales (région et département), avec l'appui d'acteurs locaux, de développer le trafic aérien régional et ainsi faciliter les échanges,

Suite aux graves difficultés financières induites par la pandémie de Covid, la banque conseil du conseil régional a cherché à plusieurs reprises des investisseurs à même de prendre le contrôle d'Air Austral en vue d'en assurer la continuité d'exploitation et le développement futur.

Finalement, la seule offre ferme a été celle de Run Air. Cette offre s'inscrit dans le plan de restructuration en date du 15 décembre 2022 susvisé, signé par toutes les parties prenantes, qui marque l'aboutissement des discussions menées sous l'égide du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) avec notamment la mandataire ad hoc, les actionnaires d'Air Austral (la SEMATRA et son actionnaire la région de La Réunion), l'État et les banques.

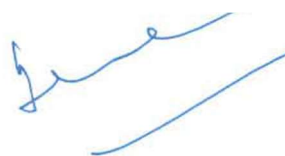
L'examen du dossier soumis à la Commission et les auditions qu'elle a menées n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause l'objectivité du processus de privatisation et de prise de participation minoritaire, dans le but d'assurer la pérennité d'Air Austral, tel qu'il vient d'être décrit.

IX.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur des fonds propres de la société Air Austral est correctement estimée à 30 M€ ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix du nouvel actionnaire majoritaire d'Air Austral a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, et en particulier son prix respectent les intérêts du secteur public.

Adopté le 19 janvier 2023 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Bérold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Mireille FAUGERE, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE