

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2019 - A. - 4 du 3 juillet 2019

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

La Commission,

Vu la lettre en date du 13 juin 2019 par laquelle 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;

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 le Schéma régional de développement économique, de l'innovation et de l'internationalisation (SRDEII) adopté les 19 et 20 décembre 2016 par le Conseil régional de Nouvelle-Aquitaine ;

Vu le rapport d'expertise indépendante prévu à l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales, rapport établi par le cabinet Deloitte en date du 12 juin 2019 et transmis le même jour à la Commission, ainsi que sa version mise à jour et complétée transmise à la Commission le 26 juin 2019 ;

Vu le projet de délibération du Conseil régional de Nouvelle-Aquitaine et son annexe transmis à la Commission le 21 juin 2019 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 24 juin 2019 conjointement :

- la Région Nouvelle-Aquitaine représentée par MM. Denis BALMONT, chargé de mission, et Brahim GUETARNI, secrétaire général adjoint « pôle économique » ;
- l'expert indépendant, le cabinet Deloitte, représenté par M. Bertrand CHABOUSSOU, directeur ;
- la société Flying Whales représentée par M. Sébastien BOUGON, président ;

- le 27 juin 2019 conjointement :

- la Région Nouvelle-Aquitaine représentée par MM. Thibaut RICHEBOIS, directeur général adjoint « développement économique et environnemental », et Denis BALMONT, chargé de mission ;
- l'expert indépendant, le cabinet Deloitte, représenté par M. Bertrand CHABOUSSOU, directeur ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 13 juin 2019, 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 expose qu'elle envisage de souscrire à l'augmentation de capital de la société Fl Wh Holdco, actionnaire majoritaire de la société Flying Whales SAS qui a pour objet de développer une solution de dirigeables de transport de charges lourdes ou encombrantes. Ce projet d'investissement doit faire l'objet d'un vote de la commission permanente du Conseil régional prévu le 8 juillet 2019.

La participation envisagée étant supérieure à 3 millions d'euros, les dispositions de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales s'appliquent. Elles prévoient 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 ou encombrantes (avec une capacité de 60 tonnes). L'aéronef projeté a été nommé LCA60T et sa première commercialisation est prévue pour 2023.

Le premier marché visé est celui du transport de bois en zone difficile d'accès. Le projet a le soutien en France de l'Office National des Forêts (ONF) et a été rejoint en 2015 par la Chine et en 2018 par le Québec. D'autres marchés sont à l'étude et des clients potentiels approchés : cela concerne en particulier le transport de pylônes à haute tension ou de pales d'éoliennes. Le marché mondial potentiel est estimé par la société à plusieurs centaines de dirigeables.

Le modèle économique est construit sur la base de la vente des dirigeables et de la facturation de frais de maintenance par Flying Whales SAS. A court terme, les dirigeables seront vendus à une filiale à constituer, Flying Whales Services, qui les mettrait à disposition des clients selon une formule de prestation de services.

Classé programme d'investissement d'avenir (PIA), le projet Flying Whales bénéficie du soutien financier des pouvoirs publics, en particulier de la BPI à travers sa procédure d'aide aux projets de recherche et développement structurants pour la compétitivité (PSPC) ainsi que de la Direction générale de l'armement (DGA).

Du point de vue technique, la phase de *conceptual design* est terminée, celle de *preliminary design* est en cours et celle de *detail design* commencera en 2020. Flying Whales a réuni un ensemble d'industriels de premier plan pour la réalisation du projet parmi lesquels : Air Liquide (gaz des ballasts), Epsilon Composite (structures), ONERA (aérodynamique), Zodiac Aerospace (enveloppe), Pratt & Whitney et Safran (propulsion).

La certification de l'aéronef par l'Agence européenne de la sécurité aérienne (EASA) sera une étape décisive du projet avant sa commercialisation prévue en 2023.

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 de décembre 2016. Elle a décidé ainsi de participer dès 2017 à la première levée de capital externe.

La Région motive 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.

Le développement du projet Flying Whales implique de nombreuses entreprises de la région, notamment de grands groupes du secteur de l'aéronautique. Il est également important pour l'activité forestière.

La Région a de plus pris en compte le fait que Flying Whales prévoit d'établir en Nouvelle-Aquitaine ses activités industrielles (usine) et commerciales (F W Services).

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

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 ont participé la Région Nouvelle Aquitaine, l'ONF et le constructeur aéronautique chinois AVIC. La structure capitalistique à deux niveaux mise en place a été la suivante :

- un holding Fl Wh Holdco associe le fondateur M. Bougon (76,88%) et diverses personnes physiques réunies dans SEAFIVE (5,99%), l'ONF (2,28%) et la Région Nouvelle-Aquitaine (14,84%) ;
- Flying Whales SAS est détenu par ce holding à hauteur de 75,01% de la société, les 24,99% restant étant détenus par AVIC General France qui bénéficie de plus d'une clause anti-dilution via un mécanisme de *share call option*.

Le deuxième tour de table, qui est l'objet du présent avis, poursuit, pour un montant de 30 millions d'euros, l'ouverture de capital de Flying Whales à des partenaires institutionnels et industriels. Il a été exposé à la Commission qu'il comprendra les éléments suivants :

- le capital du holding Fl Wh Holdco est augmenté de 15,25 millions d'euros par souscription de la Région Nouvelle-Aquitaine (pour 7,75 millions) et de nouveaux actionnaires pour le surplus (Air Liquide, ADP, Bouygues, Thémaris, family office ZOE) ;
- la capital de Flying Whales SAS est augmenté de 30 millions d'euros. Après exercice par AVIC de sa *share call option*, Fl Wh Holdco et Investissement Québec (IQ) souscrivent chacun pour 15 millions.

Les augmentations de capital se font sans droit préférentiel de souscription.

A la suite de ces opérations, la structure capitalistique devient la suivante :

- Fl Wh Holdco est détenu par M. Bougon (dilué à 38,12%) et SEAFIVE (dilué à 2,97%), la Région Nouvelle-Aquitaine (32,99%), l'ONF (dilué à 1,13%) et les nouveaux investisseurs (24,79%) ;
- Flying Whales SAS est détenu à 50,02% par Fl Wh Holdco, à 24,99% par AVIC General France et à 24,99% par IQ.

Selon le plan de financement du projet, une troisième augmentation de capital de Flying Whales SAS à hauteur de 50 millions d'euros doit intervenir en 2020.

La Région Nouvelle-Aquitaine siège au conseil d'administration de Fl Wh Holdco depuis 2017.

V.- La Commission a disposé du rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet Deloitte 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 présente les comptes des exercices 2016 à 2018 de Flying Whales. Il observe que le groupe ne génère pas encore de revenus, dans l'attente de la première commercialisation prévue en 2023. L'expert présente ensuite le plan d'affaires de la société sur la période 2019-2030. Ce plan agrège les projections du management pour Flying Whales et pour sa filiale FW Services qui sera créée en 2023 en vue d'exploiter les dirigeables et leurs bases. L'excédent brut d'exploitation (EBITDA) devient positif en 2027 et un bénéfice net apparaît à partir de 2029.

Sur le second point, s'agissant d'une société en phase de premier développement, l'expert retient comme méthode d'évaluation la plus appropriée celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

La séquence des flux est établie selon le plan d'affaires de la société jusqu'en 2030. L'expert détaille les hypothèses de ce plan en matière de livraison des dirigeables et de marges sur les ventes et les services. Sur la base d'une année normative, l'expert calcule la valeur terminale qui représente 88% de la valeur d'entreprise totale.

En vue de tenir compte de l'horizon relativement lointain des prévisions de premières ventes et d'intégrer les risques potentiels d'exécution techniques, industriels et de marché liés au projet, l'expert :

- opère une décote sur les flux de trésorerie opérationnels projetés (y compris pour l'année normative) d'un montant progressif de 30% à 70% ;
- retient un taux d'actualisation des flux de 25% sur la base de la méthode du modèle d'évaluation des actifs financiers et des paramètres (beta sectoriel, prime de taille, stade de développement) retenus par des cabinets spécialisés dans des cas comparables.

L'expert ajoute à la valeur d'entreprise ainsi obtenue la trésorerie nette pour obtenir la valeur des fonds propres.

A titre indicatif, l'expert présente aussi une évaluation par les coûts historiques engagés par la société mais il souligne que, d'une part, cette méthode ne prend pas en compte les actifs immatériels créés par la société depuis son lancement (partenariats, brevets, premiers clients) et que, d'autre part, il conviendrait d'inclure les coûts engagés par les partenaires de la société qui ne sont pas disponibles.

L'expert conclut que « le calcul de valorisation par la méthode DCF fait apparaître une valorisation de Flying Whales d'environ 63 millions d'euros. Cette valorisation induirait une valorisation des titres Fl Wh Holdco de l'ordre de 31,5 millions d'euros sur la base d'une détention de 50% des titres de Flying Whales SAS (après impact du *share call option*). ».

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 (F W Services).

Se situant encore dans une première phase de développement du produit, la société réalise sur les derniers exercices des résultats par nature négatifs (EBITDA, résultat d'exploitation, résultat net). Ses charges sont constituées principalement par la rémunération des salariés, l'achat d'études, des honoraires et des charges de loyer. Une partie des frais de recherche et développement est immobilisée. La société bénéficie de subventions publiques et d'avances de BPI.

La valorisation de Flying Whales dépend de la réussite de la production et de la commercialisation des dirigeables dont le début est prévu à partir de 2023. La Commission estime que la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est la plus adaptée pour procéder à l'évaluation de la société.

La Commission a étudié le plan d'affaires établi par le management et qui est aussi à la base des travaux de l'expert indépendant. Ce plan repose sur des hypothèses volontaristes quant au développement du marché, sur la cadence de livraison des dirigeables, le niveau des prestations de maintenance, le prix de vente et les revenus de commercialisation (par Flying Whales Services). Il prévoit un EBITDA et un résultat d'exploitation positifs à partir de 2027, un bénéfice net à partir de 2029 et un flux de trésorerie opérationnel positif à partir de 2023.

Le projet peut, comme tout programme de cette nature, connaître des retards ou des surcoûts dans sa réalisation industrielle puis des aléas dans sa commercialisation en fonction du niveau effectif de la demande de services.

La Commission note que, du point de vue industriel, la société a réuni l'écosystème nécessaire à sa réalisation et qu'elle travaille avec toutes les autorités compétentes (en particulier pour les conditions de navigation). Des brevets ont été déposés. Le dirigeable doit cependant encore recevoir sa certification par l'AESA, ce qui constituera une étape décisive du projet.

Du point de vue commercial, si le secteur forestier apparaît comme le premier marché assuré, grâce à l'intérêt de l'ONF, le succès de l'entreprise suppose de conquérir d'autres marchés, pour certains déjà bien identifiés, de transport lourd ou encombrant, susceptibles de procurer des marges attractives. A cet égard, la participation au projet d'investisseurs chinois et canadien est un atout important. S'il existe d'autres projets dans le domaine des dirigeables, ceux-ci ne semblent pas, à l'heure actuelle, compte tenu de leurs caractéristiques techniques, viser les mêmes marchés.

Du point de vue financier, la bonne marche du projet suppose la concrétisation des apports de fonds prévus : troisième levée de capital en 2020 pour 50 millions d'euros, emprunt et financement public en 2021, avances des clients. Un retard du projet pourrait impliquer des besoins supplémentaires de financement.

Il appartiendra à la Région Nouvelle-Aquitaine de se déterminer le moment venu quant à sa participation à la troisième levée de capital et sur son montant. Le niveau de la participation de la Région doit rester en permanence conforme aux seuils fixés par les articles R. 4211-3 et R. 4211-5 du code général des collectivités territoriales ainsi qu'à la limite globale des participations fixée à l'article R. 4211-4.

L'évaluation de Flying Whales suppose, comme toute évaluation de projet, de prendre en compte les différents risques. Dans son rapport, l'expert indépendant y procède au moyen, d'une part, de décotes sur les flux opérationnels, croissantes avec l'éloignement dans le temps des flux et, d'autre part, par un taux d'actualisation des flux (25%) en ligne avec des sociétés dans un stade comparable de développement. La Commission estime appropriée cette approche en l'espèce.

Aux côtés de la Région Nouvelle-Aquitaine, des investisseurs de premier plan entrent dans le capital soit directement (IQ) dans Flying Whales SAS, soit dans le holding Fl Wh Holdco (ADP, Air Liquide, Bouygues, Thématis et ZOE), au même prix de souscription

que la Région, soit sur la base d'une évaluation de Flying Whales de l'ordre de 60 millions d'euros.

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 63 millions d'euros et donc la valeur de ceux de Fl Wh Holdco à 31,5 millions.

La Commission observe qu'en fonction de cette valorisation, et du fait des conditions d'ensemble de l'opération (absence de droits préférentiels de souscription, exercice par AVIC de son option), il est vérifié que 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 3 juillet 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER