

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

**Avis n° 2024 - A.C. – 01 du 20 mars 2024**

### **relatif au transfert au secteur privé de Défense Conseil International et à la cession d'actions de SOFEMA**

La Commission,

Vu la lettre en date du 5 mars 2024 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Défense Conseil International (DCI) et la cession d'actions de la société SOFEMA ;

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 contrat de cession et d'acquisition d'actions DCI en date du 4 décembre 2023 entre la République Française et la société Groupe ADIT ;

Vu le contrat de cession et d'acquisition d'actions SOFEMA entre les cédants SOFEMA<sup>1</sup>, SOFEMA et Groupe ADIT en date du 21 décembre 2023 ;

Vu le rapport de valorisation de DCI établi par la Société Générale, conseil de l'Etat, daté de février 2024 et le complément d'information transmis le 7 mars 2024 ;

Vu la décision n° 24-DCC-25 de l'Autorité de la concurrence du 15 février 2024 relative à la prise du contrôle exclusif de la société Défense Conseil International par le groupe ADIT ;

Vu l'autorisation au titre des investissements étrangers en France délivrée le 13 février 2024 par le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique ;

Vu la note de présentation du projet d'évolution du capital social de la société DCI transmise par Groupe ADIT le 21 février 2024 ;

Vu le PMT 2024-2028 de DCI et de ses filiales (DCI Group) reçu le 20 février 2024 ;

Vu la fiche de présentation générale de DCI Group reçue le 20 février 2024 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat reçue le 4 mars 2024 ;

---

<sup>1</sup> Quinze actionnaires de la société SOFEMA.

Vu la note du 14 mars 2024 de la direction des affaires juridiques du ministère des armées relative aux liens entre le ministère des armées et DCI ;

Vu le projet de décret et les projets d'arrêtés du ministre chargé de l'économie transmis à la Commission le 17 mars 2024 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 18 décembre 2023,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Pierre JEANNIN, directeur de participations « industrie » et M. Victor CAUCHOIS, adjoint au directeur de participations « industrie » ;

le 21 février 2024,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Pierre JEANNIN, directeur de participations « industrie », M. Victor CAUCHOIS, adjoint au directeur de participations « industrie » et Mme Pauline EMSCHWILLER, chargée de participations ;
- DCI Group représenté par M. Samuel FRINGANT, président-directeur général, M. Sylvain MARC, directeur juridique, M. Jean-Baptiste FLEURY, directeur financier, M. Thibault de LA HAYE JOUSSELIN, direction du développement ;

le 21 février 2024,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Victor CAUCHOIS, adjoint au directeur de participations « industrie » et Mme Pauline EMSCHWILLER, chargée de participations ;
- Société Générale représentée par M. Fabien PARPEX, *Managing Director M&A French Execution team*, M. Fabien CLOUARD, *Vice President - M&A French Execution team*, M. Gatien POIRIER, *M&A Analyst - M&A French Execution team* ;

Le 22 février 2024,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Pierre JEANNIN, directeur de participations « industrie », M. Victor CAUCHOIS, adjoint au directeur de participations « industrie » et Mme Pauline EMSCHWILLER, chargée de participations ;
- Groupe ADIT représenté par M. Philippe CADUC, président-directeur général, M. Jérôme LOUVET, directeur général délégué et M. Jean-Séverin DECKERS, directeur général d'EuroAdvocacy au sein du Groupe ADIT.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 5 mars 2024, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser d'une part le transfert au secteur privé de la société DCI par l'Etat, d'autre part, la cession de la totalité des actions détenues par l'Etat dans SOFEMA, qui est également actionnaire de DCI.

Le projet de transfert au secteur privé de la société DCI entre dans le champ d'application du II de l'article 22 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée ; il doit faire l'objet d'une autorisation préalable par décret complété par un arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

Le projet de transfert des actions de la société SOFEMA entre dans le champ d'application du III de l'article 22 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée ; il doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

Les cessions étant réalisées en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur le fondement du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément aux I et II de l'article 27 de l'ordonnance, 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 des cessions.

Outre l'autorisation du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission, le contrat de cession des actions DCI prévoit quatre autres autorisations administratives préalables. Ces dernières ont été délivrées aux dates suivantes :

- le 29 décembre 2023 par l'Autorité brésilienne de la concurrence (1730/2023) ;
- le 22 janvier 2024 par l'Autorité de la concurrence du Koweït (décision n°11) ;
- le 13 février 2024 par le ministre en charge de l'économie concernant l'autorisation aux titres des investissements étrangers en France (Décision DN 1946) ;
- le 15 février 2024 par l'Autorité de la concurrence française (décision 24-DCC-25).

Par ailleurs, le comité social central de DCI a rendu lors de sa séance du 21 novembre 2023, à l'unanimité, un avis favorable au projet d'évolution de l'actionnariat de l'entreprise.

II- Défense Conseil International (DCI) a été créée en 1972 à l'initiative du ministère des armées, pour assurer le transfert des savoir-faire des armées, notamment dans le cadre de programmes de coopération internationale et de vente de matériel militaire français.

DCI est une société anonyme qui exerce une mission d'intérêt général, telle que définie en droit français, et une mission de service public au sens du droit européen. Ce dernier statut lui permet d'intervenir dans des marchés de conseil/formation en matière militaire financés par des budgets européens.

DCI est depuis le 26 juillet 2022 une société à mission, au sens de l'article L210-10 du code de commerce, dont la raison d'être est de contribuer au rayonnement de la France et plus particulièrement du ministère des armées, ainsi que de sa base industrielle et technologique de défense, à l'extérieur des frontières.

Son intervention permet de ne pas obérer les capacités opérationnelles des forces armées par des prestations de formations opérationnelles au profit d'armées étrangères dans le cadre de l'accompagnement de grands contrats d'armement à l'export.

Ses activités de conseil, de formation, d'entraînement et de soutien capacitaire, permettent le transfert du savoir-faire du ministère des armées au profit des pays partenaires de la France et de l'Union Européenne.

Ce faisant, DCI contribue, d'une part, à la mise en œuvre de la stratégie de coopération internationale du ministère des armées, d'autre part, au soutien des exportations des industriels français du secteur de la défense.

Elle contribue aussi au renforcement de la coopération de défense et de sécurité avec les pays alliés et partenaires de la France et de l'Union Européenne.

Le plan stratégique 2022-2027 du groupe DCI a été élaboré par le comité stratégique co-présidé par les administrateurs représentant le ministère des armées et le ministère de l'économie, des finances et de la relance (représenté par l'APE).

Il retient trois principaux axes, dans le respect de la raison d'être du groupe :

- renforcer le positionnement de DCI dans le champ institutionnel pour appuyer les partenariats à l'international des forces armées françaises et de la direction générale de l'armement (DGA);
- développer des approches innovantes par la transformation digitale pour l'ensemble des formations académiques et opérationnelles ;
- accroître la masse critique du groupe pour promouvoir une offre française sur les marchés de mise à disposition de moyens (avions, hélicoptères, drones...) au profit des forces armées françaises et des pays partenaires.

Le groupe DCI est organisé en quatre branches opérationnelles, correspondant chacune à l'une des trois armées françaises et à la DGA.

Son action est prolongée par des filiales, notamment trois sociétés destinées à fournir ou compléter les capacités des armées dans le domaine de la formation :

- HELIDAX : société qui met en œuvre le contrat de partenariat de l'Etat pour la fourniture des hélicoptères H120 et la maintenance des FENNEC de formation au profit de l'EALAT<sup>2</sup> ;
- navOcéan : société qui assure la mise en œuvre du navire de formation ALMAK ;

---

<sup>2</sup> Ecole de l'Aviation Légère de l'Armée de Terre.

- Atechsys : société de conception et de mise en œuvre de drones aériens pour la formation d'opérateurs.

DCI a obtenu en juillet 2023 de la Commission Européenne le statut d'opérateur PAGO<sup>3</sup>.

Dans ce cadre, DCI se voit notamment confier la mise en œuvre de mesures d'assistance au titre de la politique de partenariat de l'Union Européenne au profit des pays de son voisinage afin de renforcer leur stabilité et leur capacité de défense.

Par ailleurs, l'OTAN, au travers d'un protocole d'accord, a habilité DCI à mettre en œuvre des projets capacitaires au profit des pays partenaires de l'OTAN (voisinage Sud, Balkans, Europe orientale, Levant) dans le cadre du programme *Defense Capacity Building (DCB)*.

Enfin, la Commission a été informée des réflexions en cours du ministère des armées visant à la création d'un cadre juridique d'opérateur de référence pour la défense. Si ces réflexions se concrétisaient, DCI pourrait candidater à ce nouveau statut.

En 2023, le chiffre d'affaires du groupe DCI s'est élevé à 224 M€, dont 30% a été réalisé en France.

Le groupe DCI dispose d'environ 1000 salariés, en grande majorité d'anciens militaires, de 40 nationalités différentes. Il dispose de 24 centres de formation dans le monde.

Le capital de DCI est actuellement réparti entre l'Etat (55.56%), SOFEMA (33.33%) et Groupe ADIT (11.11%) via sa filiale à 100 % Eurotradia international.

Jusqu'en 2014, DCI avait un quatrième actionnaire, SOFRESA, qui a été liquidé et dont les actions qu'il détenait dans DCI ont été rachetées par cette dernière puis annulées au bout de cinq ans.

C'est à la suite de cette annulation que l'Etat s'est retrouvé, en 2019, détenir plus de 50% du capital de DCI.

L'Etat est en outre détenteur d'une action de préférence qui lui donne des droits spécifiques sur la réalisation de certaines opérations par DCI, notamment les modifications de l'actionnariat.

III- SOFEMA est une société anonyme créée en 1997. Elle résulte de la fusion de deux anciens offices d'armement : l'OFEMA et la SOFMA.

SOFEMA s'est progressivement reconvertie en une société de négoce et de maintenance de matériels militaires, en particulier de seconde main, et de pièces de rechange.

Les six premiers actionnaires de SOFEMA sont des industriels de l'armement. L'Etat en détient pour sa part 0,15%. Il s'est retrouvé propriétaire de ces parts en 2015 lors de la

---

<sup>3</sup> Pillar Assessed Grant or Delegation Agreement.

liquidation d'une société dont il détenait 5% et qui elle-même était actionnaire à 3% de SOFEMA.

A fin octobre 2023, le chiffre d'affaires de SOFEMA était de 27,4 M€. La société détient en outre une participation de 33,33% dans DCI.

IV- Fin 2020, Eurotradia international, initialement détenue par Total, Airbus, Thales, MBDA, Dassault aviation et Safran, a été acquis par Groupe ADIT qui est ainsi devenu, indirectement actionnaire de DCI.

Fin 2021, les actionnaires de SOFEMA ayant décidé de céder cette société, ils ont proposé au Groupe ADIT de se porter acquéreur de 100% du capital de SOFEMA.

Avec les 33,3% que SOFEMA détient dans DCI, l'ADIT serait devenue le principal actionnaire de DCI, avec 44,4% de son capital aux côtés de l'Etat qui aurait conservé le contrôle de la société avec 55,6% des parts.

Groupe ADIT a donc engagé des discussions avec l'Etat en vue d'acquérir auprès de ce dernier un nombre suffisant d'actions pour prendre le contrôle de DCI.

Comme indiqué au II supra, jusqu'en novembre 2019, l'Etat avait été actionnaire minoritaire de DCI.

Il s'était retrouvé détenir plus de 50% des parts suite à l'annulation des actions rachetées à SOFRESA par la société. L'Etat, qui dispose d'une action de préférence dans DCI, ne voyait donc pas d'obstacle de principe à redevenir actionnaire minoritaire.

Les échanges avec l'APE ont conduit à une première proposition, le 24 octobre 2022, qui a été refusée par cette dernière qui la jugeait insuffisante sur le plan financier, puis à une seconde proposition le 25 juillet 2023 qui a été acceptée.

Le contrat de cession et d'acquisition d'actions entre la République Française et Groupe ADIT a été signé le 4 décembre 2023.

Il prévoit l'acquisition auprès de l'Etat par le Groupe ADIT de 21,56% des parts de DCI.

Groupe ADIT acquerra par ailleurs auprès de SOFEMA les 33,3% que détient ce dernier dans DCI. Le prix et le complément de prix sont établis dans les mêmes conditions que celles retenues dans le contrat de cession des titres DCI par l'Etat.

A la clôture, Groupe ADIT détiendra 66% de DCI. Le solde du capital restera détenu par l'Etat.

Par ailleurs, Groupe ADIT acquerra au moins 73,47% du capital de SOFEMA auprès de ses actionnaires (dont l'Etat pour 0,15%). Ces titres seront cédés ensuite à un groupe de dirigeants de l'entreprise.

V- Créé en 1993 en tant que service de l'Etat, transformé en société anonyme en 2001 et privatisé en 2011, Groupe ADIT est devenu le leader européen de l'intelligence stratégique, dont la mission essentielle consiste à réduire, d'une part les risques auxquels ses clients sont

exposés dans leurs projets à l'international, d'autre part l'incertitude inhérente à toute stratégie de croissance.

Grâce à une croissance organique et à une politique d'acquisitions, Groupe ADIT a connu une forte progression de son chiffre d'affaires qui a atteint 180M€ en 2023.

Groupe ADIT, qui dispose de 800 salariés est intervenu, au cours des trois dernières années, auprès de 1000 clients (à 90% français) dans 130 pays.

Le groupe est constitué d'une entité faitière « Groupe ADIT ». Cette holding détient la société ADIT et neuf autres filiales opérationnelles acquises au fil du temps pour la plupart par croissance externe :

- STRATINFO (influence digitale) ;
- ESL & NETWORK et RIVINGTON (affaires publiques et diplomatie d'affaires) ;
- GEOS (sécurité des affaires) ;
- SALVEO et Entreprises & territoires (déploiement PME et ETI) ;
- EUROTRADIA et EUROPAVIA (appui logistique et commercial) ;
- Mind Technologies (cybersécurité).

Les actionnaires de Groupe ADIT sont pour l'essentiel des fonds d'investissement : Sagard<sup>4</sup> (43,5%), Parquest<sup>5</sup> (24,9%), Bpifrance (11%), Amundi (15%), dirigeants (5,6%).

L'Etat dispose en outre d'une action de préférence dans la filiale ADIT.

L'activité du groupe se décline dans sept métiers :

- **L'intelligence stratégique** : les missions usuelles de l'ADIT dans ce cadre concernent des investigations (renseignement d'affaires, appui en matière de contentieux), l'appui aux opérations de croissance externe et de partenariat (étude d'honorabilité des cibles, étude des passifs et litiges latents) et la gestion de l'activisme financier (*monitoring*, accompagnement sur mesure), la lutte contre la fraude et les contrefaçons, et l'analyse stratégique (cartographie de décideurs, analyse concurrentielle, etc.) ;
- **L'éthique des affaires** : l'ADIT réalise pour ses clients des prestations de conseil et d'accompagnement (veilles, formations, conseil Sapin 2, etc.), de *due diligences*, des enquêtes de réputation, des audits de conformité, des investigations numériques, etc. afin de les accompagner dans la sécurisation de leurs opérations ;
- **La diplomatie d'affaire, la communication et l'influence** : services spécialisés d'appui éthique aux sociétés dans leurs campagnes stratégiques à l'international prestés notamment via (i) Stratinfo pour le conseil aux dirigeants en matière de stratégie

<sup>4</sup> FCPI français qui est un gestionnaire multi-stratégies d'actifs alternatifs présent dans les domaines du capital risque, du *private equity*, du crédit privé, de l'immobilier et des redevances.

<sup>5</sup> Société indépendante dédiée à l'investissement dans des PME françaises.

d'influence, depuis la conception de ces stratégies y compris dans leur dimension digitale, jusqu'à leur mise en œuvre opérationnelle et (ii) ESL & Network et le cabinet Rivington pour les affaires publiques et la veille réglementaire ;

- ***L'accompagnement spécialisé des PME et des ETI*** : sa filiale SALVEO, leader français de l'accompagnement des PME à l'international, fournit des prestations de stratégie opérationnelle, de prospection, d'implantation locale et de portage de ressources humaines à l'international ;
- ***La sécurisation des personnes et des biens*** : GEOS propose notamment de sécuriser l'organisation de ses clients, de les accompagner dans la prévention et la gestion de crise ainsi que de les appuyer dans la gestion de la mobilité internationale des collaborateurs ;
- ***L'assistance technique et MCO<sup>6</sup> aéronautique*** : dans les domaines de l'assistance technique, GEOS met à la disposition de ses clients du personnel qualifié pour les accompagner dans la conception et la réalisation de projets partout dans le monde. Europavia España est par ailleurs une société spécialisée dans la maintenance aéronautique, la maintenance en condition opérationnelle et la promotion des ventes ainsi que dans la distribution d'équipements et de systèmes de haute technologie sur les marchés espagnols de l'aéronautique, de la défense, de l'espace et des infrastructures. Europavia opère également les achats d'Eurotradia (négoce de pièces de rechange aéronautiques) ;
- ***La cybersécurité*** : MIND Technologies est un partenaire de confiance cyber de grands ministères régaliens et d'OIV<sup>7</sup> français.

VI- Le contrat de cession des titres DCI à Groupe ADIT prévoit d'une part un paiement à la clôture de 46,1 M€, équivalent à une valeur de 100% des fonds propres de DCI d'un montant de 214 M€, d'autre part, un complément de prix d'un montant maximal de 8,9 M€ déterminé en fonction du niveau du chiffre d'affaires consolidé cumulé sur les exercices 2023, 2024 et 2025 :

- le complément de prix sera nul si le chiffre d'affaires consolidé cumulé ne dépasse pas 540 M€ ;
- si le chiffre d'affaires consolidé cumulé est compris entre 540 M€ et 622,35 M€, le complément de prix sera égal au résultat de la formule suivante :  $(CA_{2023 \text{ à } 2025} - 540.000.000) \times 8.875.337 / 82.350.000$  ;
- si le chiffre d'affaires consolidé cumulé est supérieur à 622,35 M€, le complément de prix sera de 8,9 M€.

Avec le complément de prix maximum, la valeur de 100% des fonds propres de DCI ressort à 255 M€.

La Commission observe que le niveau du chiffre d'affaires cumulé sur trois ans, de 2023 à 2025, pour atteindre le complément de prix maximum correspond à un chiffre d'affaires moyen annuel de 207 M€ qui est très en-deçà non seulement du plan d'affaires, mais également

<sup>6</sup> Maintien en Condition Opérationnelle.

<sup>7</sup> Opérateur d'Importance Vitale.



du niveau de chiffre d'affaires atteint au cours des dernières années (à l'exception de 2021 avec un CA de 202 M€). En outre, compte tenu du chiffre d'affaires déjà réalisé en 2023 (224 M€), il suffirait d'un chiffre d'affaires moyen 2024 et 2025 supérieur à 200 M€ pour atteindre le complément de prix maximum.

Ce dispositif vise donc à prémunir l'acquéreur d'une dégradation très substantielle de l'activité de DCI, résultant par exemple de la perte d'un ou plusieurs gros clients. Le versement du complément de prix ne disparaîtrait en totalité qu'au-delà de 21% de baisse moyenne annuelle du chiffre d'affaires. Et pour que l'Etat n'obtienne pas l'intégralité du complément de prix potentiel, il faudrait que le chiffre d'affaires de DCI connaisse une décroissance annuelle encore sévère de 7,5% sur chacun des exercices 2023 et 2025.

Par ailleurs le prix de cession par l'Etat des 0,15% qu'il détient dans SOFEMA est déterminé sur la base d'une valeur des fonds propres de SOFEMA (12,3 M€ pour 100% du capital) évaluée post cession de ses titres DCI à Groupe ADIT et après distribution, sous forme de dividendes à ses actionnaires (dont l'Etat), du produit, net de frais, de la cession de ces titres DCI.

Parallèlement, le 21 décembre 2023, un contrat a été signé entre SOFEMA et les principaux actionnaires de SOFEMA<sup>8</sup>, d'une part, et Groupe ADIT, d'autre part, en vue de la cession au profit du Groupe ADIT :

- (i) dans un premier temps, par SOFEMA de l'intégralité de sa participation dans DCI ;
- (ii) dans un second temps, par les principaux actionnaires de SOFEMA de l'intégralité de leur participation dans SOFEMA.

SOFEMA versera notamment à ses actionnaires par distribution de dividendes et par distribution en nature :

- la quote-part du prix de cession des titres DCI perçu par SOFEMA au prorata de leur participation dans SOFEMA, soit pour l'Etat, actionnaire à environ 0,15% de SOFEMA, un montant de 107 096 € ;
- le droit futur au complément de prix au titre de la cession DCI d'un montant maximal de 13 724 510 € au prorata de leur participation dans SOFEMA, soit pour l'Etat, un montant maximal éventuel de 20 587 € ;
- un dividende exceptionnel (montant de distribution de réserves) qui sera calculé en fonction du montant de trésorerie de SOFEMA.

En cas de réalisation de la cession SOFEMA, l'Etat percevra, pour la cession de 112 actions représentant environ 0,15% du capital de SOFEMA un montant correspondant à sa quote-part dans la différence entre 12,3 M€ et le montant des versements réalisés au titre des dividendes et des distributions de réserves mentionnés supra.

VII.- La Commission a disposé du rapport de valorisation de DCI établi par Société Générale, conseil de l'Etat.

La banque conseil a retenu la seule évaluation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF<sup>9</sup>).

<sup>8</sup> Dont l'Etat à hauteur de 0,15% du capital de SOFEMA.

<sup>9</sup> *Discounted Cash Flow*.

La méthode des comparables boursiers a été écartée car les cinq sociétés identifiées exercent des activités beaucoup plus diversifiées que DCI et dans des géographies très différentes. En outre, les deux sociétés dont les activités sont les moins éloignées de DCI ont une taille beaucoup plus importante.

La méthode des comparables de transactions offre encore moins de possibilités de référence pertinente.

La valorisation selon la méthode DCF s'appuie sur un plan d'affaires élaboré sur la base du plan moyen terme (PMT) préparé par la direction de DCI pour la période 2022-2026 et validé par le conseil d'administration en mai 2022.

Le PMT a été construit sur la base des activités historiques («hypothèse basse») enrichies par de nouvelles initiatives destinées à augmenter le chiffre d'affaires et le résultat d'exploitation de DCI («hypothèse médiane»).

Le plan d'affaires élaboré à partir de ce PMT a d'abord pris en compte les événements significatifs intervenus entre mai 2022 et juin 2023 (impact de l'inflation, arrêt de certains programmes...).

Le plan d'affaires a ensuite été extrapolé jusqu'en 2030 de manière à prendre en compte les premiers retours sur des investissements importants réalisés en début de période.

Un plan d'affaires « stressé » a par ailleurs été réalisé en prenant en compte certaines incertitudes et en supprimant l'impact des acquisitions envisagées.

Enfin, le plan d'affaires retenu par le conseil intègre des hypothèses additionnelles relatives au niveau de BFR<sup>10</sup> (DCI ayant besoin d'un BFR élevé compte tenu des délais de paiement de ses principaux clients).

Le plan d'affaires construit par la banque conseil prévoit un chiffre d'affaires qui atteindrait 317 M€ en 2030, versus 224 M€ en 2023.

Avec un taux moyen de croissance annuel de 5,1% à l'horizon 2030, le plan d'affaires est jugé assez favorable par la banque conseil. Cette dernière souligne que la construction du plan d'affaires a été rendue plus délicate par les incertitudes résultant de la pression concurrentielle à laquelle DCI est soumise et par les risques d'exécution.

Pour l'actualisation des flux de trésorerie, la banque conseil retient un CMPC central de 10,4% qui se fonde notamment sur un taux sans risque (basé sur l'OAT 10 ans), une prime de risque en France basée sur une moyenne Bloomberg France 12 mois et une prime de taille (Duff & Phelps).

Le taux de croissance à l'infini (TCI) de 2,3% qui a été retenu est celui qui est également utilisé par les analystes pour la valorisation des deux entreprises cotées les plus proches de DCI (cf. supra). C'est un taux qui intègre l'inflation. Eu égard aux perspectives de progression des dépenses militaires, notamment en Europe en réaction à la guerre menée en Ukraine par la Russie, le taux est jugé raisonnable par la banque conseil.

---

<sup>10</sup> Besoin en Fonds de Roulement.

Par ailleurs, la valorisation ne prend en compte aucune synergie de coût entre DCI et Groupe ADIT. Mais la banque conseil estime que de telles synergies pourront probablement être activées dans certains domaines. Le groupe ADIT évoque la possibilité en matière de développement commercial.

L'offre de Groupe ADIT (complément de prix maximal compris) pour l'acquisition de la participation de 21,56% du capital et des droits de vote de DCI est très légèrement au-dessus du haut de la fourchette de la valeur centrale des fonds propres de DCI retenue par la banque conseil.

Concernant la valorisation de SOFEMA, l'Etat a choisi de ne pas recourir à un conseil externe compte tenu (i) de la modicité du montant de sa participation (0,15%), (ii) du fait que l'essentiel de la valeur de SOFEMA réside dans sa participation de 33,33% dans DCI, participation qui a vocation à être cédée avant la cession des parts SOFEMA et dont le produit de cession remontera directement aux actionnaires actuels (dont l'Etat), (iii) du fait que la situation opérationnelle et financière de SOFEMA limite la valeur de ses fonds propres à la trésorerie disponible.

VIII.- Conformément au I de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à déterminer la valeur de la société cédée. Le troisième alinéa dudit article précise que les « *évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés* ».

La Commission a noté les motifs pour lesquels les conseils ont retenu l'approche fondée sur les différentes méthodes de valorisation décrites au VII.

Eu égard au modèle d'affaires de la société, les approches fondées sur la valeur comptable ne sont pas adaptées, car fondées sur la seule performance historique sans prendre en compte les perspectives futures de la société.

Les méthodes basées sur les sociétés comparables (comparables boursiers ou comparables de transactions) doivent également être écartées compte tenu des différences trop marquées en termes de périmètre d'activités et de taille.

A l'instar de la banque conseil, la Commission estime que, pour DCI, la méthode de valorisation intrinsèque est la seule pertinente.

Concernant les différents paramètres retenus par la banque conseil pour déterminer la valeur d'entreprise de DCI avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF), la Commission fait les observations suivantes.

Les évolutions du contexte international au cours des dernières années ont conduit à un accroissement significatif des dépenses dans le domaine militaire<sup>11</sup>. Les exportations

---

<sup>11</sup> En 2022, tous continents confondus, les dépenses militaires se sont élevées à 2 240 Mds USD, soit 2,2 % du PIB mondial, selon un rapport de l'Institut international de recherche sur la paix de Stockholm. C'était la huitième année consécutive de hausse pour les investissements dans les armées.

d'armement de la France ont également significativement progressé ; sur la période 2018-2022, la part de marché de la France, troisième puissance exportatrice mondiale dans ce domaine, s'est élevée à 11%, versus 7% sur la période 2013-2017.

Ce contexte offre donc des opportunités favorables au développement du chiffre d'affaires de DCI.

Par ailleurs, le calcul du coût moyen pondéré du capital intègre une prime de risque calculée sur la base d'une moyenne Bloomberg France 12 mois.

Les deux tiers du chiffre d'affaires étant réalisés à l'étranger, la Commission a souhaité connaître la valeur des fonds propres déterminée, *ceteris paribus*, sur la base d'une prime de risque calculée en fonction des géographies d'intervention de DCI. En réponse à cette demande, le conseil de l'Etat a fourni le 7 mars 2024 une estimation de la valeur des fonds propres de DCI basée sur un CMPC de 11,4% qui intègre une prime de risque prenant en compte la répartition géographique du chiffre d'affaires de DCI.

La Commission estime prudent de retenir cette dernière valeur de préférence à celle issue du scénario retenu par la banque conseil dans son rapport de valorisation daté de février 2024.

Enfin, la Commission relève que l'exercice de valorisation de la valeur d'entreprise de DCI a été réalisé sans prendre en compte les synergies qui pourraient résulter de la prise de contrôle par Groupe ADIT.

Or, ce dernier voit dans cette acquisition des opportunités de synergies commerciales qui devraient bénéficier à DCI, notamment grâce aux liens étroits et anciens que Groupe ADIT entretient avec la BITD<sup>12</sup> et les acteurs publics de la défense.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur de 100% des fonds propres de DCI peut être correctement estimée à 213 M€.

Par ailleurs, concernant SOFEMA, la Commission a noté les motifs pour lesquels l'Etat n'a pas eu recours à un conseil externe pour valoriser ses fonds propres. Compte tenu d'un résultat d'exploitation négatif depuis 2019 et de l'absence de perspectives documentées de redressement, l'Etat estime à juste titre que la valeur des fonds propres de SOFEMA, après cession de la participation DCI et versement d'un dividende exceptionnel (cf. VI supra) se limite à la trésorerie disponible qui, sur la base des comptes arrêtés au 31 décembre 2022, était inférieure de plus de 17% au prix proposé par Groupe ADIT.

IX.- En application du II de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014, 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 le processus de cession qui lui a été décrit est une transaction entre les trois actionnaires actuels de DCI. Sa réalisation conduirait à la sortie de l'un d'eux, SOFEMA, à la perte du contrôle par l'Etat, qui conserve toutefois une minorité de blocage, et à la montée au capital et la prise de contrôle par Groupe ADIT.

---

<sup>12</sup> Base industrielle et Technologique de Défense qui regroupe l'ensemble des entreprises de défense qui contribuent à concevoir et à produire les équipements des armées.

La Commission observe qu'eu égard à ses activités, le choix des actionnaires de DCI est soumis à des contraintes spécifiques. Les métiers de DCI se situent en effet dans le prolongement de ceux exercés par des entreprises de la BITD, dont font en outre partie tous les actionnaires de SOFEMA et dont l'Etat, via la direction générale de l'armement du ministère de la défense, est le pivot.

L'Etat souhaite donc maintenir un niveau de contrôle suffisant sur DCI en détenant d'une part au moins 34% de son capital pour disposer d'une minorité de blocage, d'autre part une action de préférence qui lui attribue des droits spécifiques, notamment, un droit de veto sur les cessions/acquisitions d'actions de DCI.

Dans ces conditions, l'Etat n'est disposé à céder qu'une part minoritaire n'excédant pas 21,56 % du capital de DCI.

La Commission observe que le prix de cession des titres DCI est identique pour l'État et pour SOFEMA. Or, dans cette transaction, l'État abandonne sa position de contrôle sur DCI, alors que SOFEMA ne cède qu'un tiers du capital de l'entreprise. SOFEMA bénéficie d'une offre de Groupe ADIT associée à un bloc de contrôle de DCI. L'absence de valorisation spécifique de la position de contrôle de l'État sur DCI peut cependant se justifier dans la mesure où la cession des titres détenus par SOFEMA est indispensable pour ériger Groupe ADIT en actionnaire majoritaire, tout en maintenant un contrôle significatif de l'État sur DCI.

Il apparaît très peu probable qu'une mise en concurrence aurait permis de trouver d'autres candidats que le groupe ADIT. En tout état de cause, vu les montants en jeu, le recours aux marchés financiers était exclu et l'impossibilité de trouver acquéreur pour les titres autodétenus entre 2014 et 2019 (cf. § II supra) montre qu'une procédure de gré-à-gré n'aurait probablement pas donné de résultats probants.

Quand bien même un nouvel actionnaire minoritaire aurait été intéressé, l'Etat aurait alors perdu le contrôle exclusif de DCI sans qu'un nouvel actionnaire majoritaire se substitue à lui ; l'éparpillement de l'actionnariat n'aurait pas pu apporter de réponses aux enjeux stratégiques de DCI.

Le nouvel actionnaire majoritaire de DCI devait être un acteur de confiance considéré favorablement par le ministère des armées et par l'écosystème des armées et de l'industrie de défense et capable de s'engager à long terme. Pour les raisons développées au § V supra, Groupe ADIT répond à ces critères.

La prise de contrôle par l'ADIT est donc apparue comme étant la seule solution permettant de satisfaire aux objectifs stratégiques de l'Etat et de DCI.

Les synergies prévisibles, mentionnées au VII supra, résultant de la prise de contrôle par Groupe ADIT doivent aussi être prises en considération pour apprécier l'intérêt de l'opération pour les actionnaires.

Par ailleurs, la Commission constate que le complément de prix, fondé sur un montant de chiffre d'affaires cumulé des exercices 2023 à 2025, relève davantage, d'un point de vue économique, d'un paiement différé compte tenu du faible niveau des seuils de déclenchement et du chiffre d'affaires déjà réalisé en 2023 (cf. § VII supra).

Par ailleurs, la cession des 0,15% que détient l'Etat dans SOFEMA est accessoire et non significative au regard de la transaction essentielle qu'il poursuit et qui est de céder 21,56% des parts qu'il détient en direct dans DCI.

Dans ces conditions, compte tenu des éléments mentionnés aux VI, VII et VIII supra, les modalités de la procédure, le choix de l'acquéreur et les conditions de la cession des parts détenues par l'Etat dans DCI et dans SOFEMA ont résulté d'une analyse objective qui préserve les intérêts du secteur public.

X.- 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 DCI ne saurait être inférieure à 213 M€ (pour 100% des fonds propres) ;
- la valeur des fonds propres de SOFEMA ne saurait être inférieure à 10,5 M€ (pour 100% des fonds propres) ;
- les modalités de la procédure de cession des titres DCI et SOFEMA respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix de l'acquéreur des titres DCI et SOFEMA a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession des actions de DCI, en particulier son prix, qui est supérieur à la valeur ci-dessus fixée, respectent les intérêts du secteur public ;
- les conditions de la cession des actions de SOFEMA, et en particulier son prix, qui est supérieur à la valeur ci-dessus fixée, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet de décret et aux projets d'arrêtés dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société DCI et la cession des actions SOFEMA.

Adopté le 20 mars 2024 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Berold 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

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

Ministère de l'économie, des  
finances et de la souveraineté  
industrielle  
et numérique

**Décret n°            du**  
**décidant la cession par l'État d'une participation au capital de la société Défense Conseil  
International**

NOR : ECOA2407590D

***Publics concernés :** société Défense Conseil International*

***Objet :** décision d'engager le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société Défense Conseil International*

***Entrée en vigueur :** le texte entre en vigueur le lendemain de sa publication.*

***Notice :** Conformément au II de l'article 22 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance des opérations sur le capital des sociétés à participation publique, le transfert envisagé de la majorité du capital de la société Défense Conseil International au secteur privé est décidé par décret.*

***Références :** le décret peut être consulté sur le site Légifrance (<https://www.legifrance.gouv.fr>).*

**Le Premier ministre,**

Sur le rapport du ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 22,

**Décrète :**

**Article 1<sup>er</sup>**

La cession par l'État de 271 595 actions de la société Défense Conseil International, représentant environ 21,56 % du capital de cette société, est décidée.

## **Article 2**

Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait le

Gabriel ATTAL

Par le Premier ministre,  
Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,  
Bruno LE MAIRE



**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

Ministère de l'économie, des finances  
et de la souveraineté industrielle et  
numérique

**Arrêté du [•]****fixant le prix de cession par l'Etat d'actions de la société Défense Conseil International**

NOR : [•]

**Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,**

Vu la loi n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 modifiée de finances pour 2006, notamment son article 48 ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment ses articles 22 et 26 ;

Vu le contrat de cession conclu en date du 4 décembre 2023 entre l'Etat et la société Groupe ADIT ;

Vu le décret n°[à compléter] du [à compléter] décidant la cession par l'Etat d'une participation au capital de la société Défense Conseil International ;

La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n°XXX recueilli le [20] mars 2024 en vertu des dispositions du II de l'article 26 et de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août susvisée,

**Arrête :****Article 1<sup>er</sup>**

La cession par l'État de 271 595 actions de la société Défense Conseil International à la société Holding DCI, représentant environ 21,56% du capital de la société Défense Conseil International, s'effectue à un prix de 46 171 150 euros.

Ce prix peut donner lieu à un complément de prix d'un montant maximum de 8 875 337 euros, selon les termes et dans les conditions prévues par le contrat de cession d'actions susvisé.

**Article 2**

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait le

Le ministre de l'économie, des finances et de  
la souveraineté industrielle et numérique,  
Pour le ministre et par délégation :  
Le commissaire aux participations de l'Etat

Alexis ZAJDENWEBER

**RÉPUBLIQUE FRANÇAISE**

---

Ministère de l'économie, des finances  
et de la souveraineté industrielle et  
numérique

---

**Arrêté du [•]****décidant la cession par l'Etat d'une participation au capital de la société SOFEMA**

NOR : [•]

**Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,**

Vu la loi n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 modifiée de finances pour 2006, notamment son article 48 ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment ses articles 22 et 26 ;

Vu l'acte d'adhésion au contrat de cession SOFEMA en date du 16 février 2024 entre l'Etat et Groupe ADIT ; La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n°XXX recueilli le [20 mars 2024] en vertu des dispositions du II de l'article 26 et de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août susvisée,

**Arrête :****Article 1<sup>er</sup>**

L'État décide de céder 112 actions de la société SOFEMA à la société [Groupe ADIT], pour un prix de **xx** euros.

Ce prix peut donner lieu à un complément de prix, selon les termes et dans les conditions prévues par le contrat de cession d'actions susvisé.

**Article 2**

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au *Journal officiel* de la République française.

Fait le

Le ministre de l'économie, des finances et de  
la souveraineté industrielle et numérique,

Pour le ministre et par délégation :

Le commissaire aux participations de l'Etat

Alexis ZAJDENWEBER