

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT A TITRE PRINCIPAL, ASSORTIE A TITRE SUBSIDIARE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE

INITIEE PAR LA SOCIETE



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 17-649 en date du 21 décembre 2017 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Zodiac Aerospace et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de Zodiac Aerospace dédié à l'opération (www.projet-zodiacaerospace.com) accessible depuis le site Internet de Zodiac Aerospace (www.zodiacaerospace.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

Zodiac Aerospace
Relations Actionnaires
61 rue Pierre Curie
78370 PLAISIR

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Zodiac Aerospace seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. Rappel des conditions de l'Offre.....	5
1.1 Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	5
1.2 Modalités de l'Offre	7
1.3 Termes de l'Offre.....	9
1.4 Traitement des rompus	10
1.5 Situation des titulaires d'Options, d'Actions Gratuites et d'Actions Bloquées en PEE	11
1.5.1 Situation des titulaires d'Options de la Société	11
1.5.2 Situation des attributaires d'Actions Gratuites.....	12
1.5.3 Situation des titulaires d'Actions Bloquées en PEE	13
1.6 Conséquences particulières de l'apport d'actions Zodiac Aerospace à l'OPE Subsidiaire	14
2. Contexte et motifs de l'Offre	15
2.1 Contexte de l'Offre	15
2.1.1 Entrée en négociations exclusives.....	15
2.1.2 Signature de l'Accord de Rapprochement	15
2.1.3 Signature d'accords avec les actionnaires de référence de Zodiac Aerospace.....	16
2.1.4 Information-consultation des instances représentatives du personnel.....	16
2.1.5 Autorisation de l'émission des Actions de Préférence par l'assemblée générale de Safran	16
2.1.6 Décision du dépôt du projet d'Offre.....	17
2.2 Motifs de l'Offre.....	17
3. Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société	18
4. Avis du Comité de Groupe	26
5. Intentions des membres du Conseil de Surveillance de la Société.....	26
6. Intentions de la Société relative aux Actions Auto-détenues	27
7. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre..	27
7.1 Accord de Rapprochement.....	27
7.2 Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société	31
7.2.1 Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Institutionnels.....	33
7.2.2 Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Familiaux	33
7.3 Engagement de participation résiduelle	34
7.4 Mécanisme de liquidité	37
8. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	38

8.1	Structure et répartition du capital	38
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions	39
8.3	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du code de commerce)	39
8.4	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote	40
8.5	Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1 ^{er} septembre 2017.....	41
8.6	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	41
8.7	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	41
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance	42
8.9	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire....	43
8.10	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	44
8.11	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	44
8.12	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	46
8.13	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de Surveillance et du Directoire de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	47
9.	Modalités de mise à disposition du document autres informations	48
10.	Rapport de l'expert indépendant de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF	48
11.	Personnes assumant la responsabilité de la note en réponse	136

1. Rappel des conditions de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Safran, société anonyme au capital de 83.405.917 euros, dont le siège social est sis 2, boulevard du Général Martial Valin, 75015 Paris, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 562 082 909 dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000073272 (mnémonique SAF) (« **Safran** » ou l'« **Initiateur** ») a proposé d'offrir de manière irrévocable aux actionnaires de la société Zodiac Aerospace, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 11.708.658,24 euros, dont le siège social est sis 61, rue Pierre Curie, 78370 Plaisir, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 729 800 821 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000125684 (mnémonique ZC) (« **Zodiac Aerospace** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité des actions qu'ils détiennent dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») ainsi que dans la note d'information établie par l'Initiateur et ayant reçu le visa de l'AMF le visa n° 17-648 en date du 21 décembre 2017 (la « **Note d'Information** »).

1.1 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

L'Offre vise :

- l'intégralité des actions composant le capital social de Zodiac Aerospace, en excluant les actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-détenues** ») que le Conseil de Surveillance de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre le 21 novembre 2017, soit 280.096.470 actions Zodiac Aerospace existantes¹ à la date de la présente note en réponse. Il est toutefois précisé que 1.456.094² Actions Auto-détenues sont susceptibles d'être remises en cas d'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par Zodiac Aerospace ;
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.2 « Modalités de

¹ Sur la base du nombre total d'actions déclaré par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017, soit 292.716.456 actions, représentant 378.565.423 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, et d'un nombre d'Actions Auto-détenues de 12.619.986 (soit 12.647.676 Actions Auto-détenues au 31 octobre 2017, diminuées des 27.690 actions gratuites définitivement acquises le 4 décembre 2017 au titre des plans d'attribution d'actions gratuites n°6 et n°7, mis en place par le Directoire de Zodiac Aerospace le 4 décembre 2013).

² Les chiffres relatifs aux options de souscription d'actions et actions gratuites sont au 31 octobre 2017, et prennent en compte l'acquisition définitive de 27.690 actions gratuites le 4 décembre 2017 au titre des plans d'attribution gratuite d'actions n°6 et n°7 mis en place par le Directoire de Zodiac Aerospace le 4 décembre 2013.

l'Offre » ci-dessous), à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions (les « **Options** ») attribuées par la Société, soit, à la date de la présente note en réponse, un maximum de 1.703.296 actions Zodiac Aerospace nouvelles² ;

- les actions nouvelles et/ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et/ou remises à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites de la Société (les « **Actions Gratuites** ») avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, soit, à la date de la présente note en réponse, un maximum de 1.456.094³ actions Zodiac Aerospace nouvelles et/ou existantes² ;

soit à la date de la présente note en réponse, un nombre total maximum de 283.255.860 actions Zodiac Aerospace.

Il est toutefois précisé que :

- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 635.215 actions Zodiac Aerospace susceptibles d'être acquises à raison de l'exercice – préalablement à la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte – des Options attribuées dans le cadre du plan adopté par le Directoire de la Société le 12 février 2015, font l'objet d'une période de blocage jusqu'au 12 février 2018 (les « **Options 2015** ») conformément au règlement du plan. Elles ne pourront donc être apportées qu'à l'Offre Réouverte, étant précisé que le prix d'exercice des Options 2015 est supérieur au prix de l'OPA Principale ;
- les 296.193 actions Zodiac Aerospace issues de la levée des Options détenues au 31 octobre 2017 directement par les salariés de la Société dans le cadre du plan d'épargne d'entreprise mis en place par décision unilatérale du 15 janvier 2004 et modifié par avenants successifs du 2 juillet 2012, 17 juillet 2013 et 13 janvier 2017 (le « **PEE** ») dont la période d'indisponibilité de cinq ans au titre du PEE n'arrive à échéance que postérieurement à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (les « **Actions Bloquées en PEE** »), ne pourront pas être apportées à l'Offre ;
- sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 1.573.064 actions Zodiac Aerospace acquises ou susceptibles d'être acquises – préalablement à la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte – à raison des plans d'attribution d'actions gratuites dont les périodes d'acquisition ou de conservation, le cas échéant, n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre et,

³ N'inclut pas les 27.690 actions gratuites existantes remises le 4 décembre 2017 au titre des plans d'actions gratuites n°6 et n°7 mis en place par le Directoire de Zodiac Aerospace le 4 décembre 2013.

le cas échéant, de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites Indisponibles** ») ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Les Actions Gratuites Indisponibles à la date de la présente note en réponse se décomposent de la manière suivante :

- 1.456.094⁴ Actions Gratuites de la Société dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l'Offre Réouverte) (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ;
- 116.970⁵ Actions Gratuites de la Société acquises à la date de la présente note en réponse mais dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l'Offre Réouverte) (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** »).

Dans la mesure où les réglementations applicables le permettent, les Actions Gratuites Indisponibles et les Actions Bloquées en PEE bénéficieront du mécanisme de liquidité décrit à la section 7.4 « Mécanisme de Liquidité » ci-dessous (le « **Mécanisme de Liquidité** »).

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2 Modalités de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole CIB, en qualité d'établissement présentateur et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 décembre 2017 le projet d'Offre et le projet de Note d'Information auprès de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l' « **Offre Réouverte** »). Il est toutefois précisé que si le nombre d'actions Zodiac Aerospace présentées à l'OPE Subsidaire atteignait le Plafond

⁴ N'inclut pas les 27.690 actions gratuites des plans n°6 et 7, dont la période d'acquisition a expiré le 4 décembre 2017.

⁵ N'inclut pas les 142.800 actions gratuites des plans n°6 et 7 dont la période de conservation a expiré le 4 décembre 2017.

(tel que ces termes sont définis à la section 1.3 « Termes de l'Offre » ci-dessous) dès l'Offre initiale, seule l'OPA Principale (tel que ce terme est défini à la section 1.3 « Termes de l'Offre » ci-dessous) serait ouverte dans le cadre de l'Offre Réouverte.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.13 de la Note d'Information.

L'Offre est soumise aux conditions suspensives décrites à la section 2.12 « Conditions de l'Offre » de la Note d'Information, et en particulier : (i) au seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, (ii) en application de l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF, à l'apport à l'Offre d'actions Zodiac Aerospace représentant, à la clôture de l'Offre, au moins 66,67 % des droits de vote exerçables en assemblée générale, et (iii) conformément à l'article 231-11 du règlement général de l'AMF, à l'obtention des autorisations de concurrence décrites à la section 2.12.3 « Autorisations au titre du contrôle des concentrations » de la Note d'Information (étant précisé qu'à la date de la présente note en réponse, l'Offre n'est plus soumise qu'à l'obtention de l'autorisation de l'autorité de concurrence du Brésil (CADE)).

L'Initiateur a indiqué dans la Note d'Information que, conformément aux dispositions des articles L.433-4 III du Code monétaire et financier, 232-4 et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, il se réserve la faculté, dans l'hypothèse où les actions Zodiac Aerospace détenues par les actionnaires minoritaires de la Société (à l'exception (i) des Actions Auto-détenues assimilées aux actions Zodiac Aerospace détenues par Safran, (ii) des actions Zodiac Aerospace faisant l'objet de l'engagement de participation résiduelle décrit à la section 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessous, qui font l'objet de promesses d'achat et de vente et (iii) des Actions Gratuites en Période de Conservation et des Actions Bloquées en PEE pour autant qu'une promesse de vente ait été consentie à Safran dans le cadre du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 7.4 « Mécanisme de Liquidité ») ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Zodiac Aerospace, de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, le cas échéant, en cas de réouverture de l'Offre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions Zodiac Aerospace (autres que les Actions Auto-détenues, les actions faisant l'objet de l'engagement de participation résiduelle, les Actions Bloquées en PEE et les Actions Gratuites en Période de Conservation pour autant qu'une promesse de vente ait été consentie à Safran dans le cadre du Mécanisme de Liquidité), moyennant indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'OPA Principale (tel que ce terme est défini à la section 1.3 « Termes de l'Offre » ci-dessous et tel qu'éventuellement ajusté conformément aux modalités d'ajustement décrites à la section 2.3.3 « Ajustement des termes de l'Offre » de la Note d'Information).

Il est précisé que conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole CIB agit en tant qu'établissement présentateur et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.3 Termes de l'Offre

L'Offre est constituée à titre principal d'une offre publique d'achat, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange plafonnée :

- au titre de l'offre publique d'achat à titre principal (l' « **OPA Principale** »), l'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent au prix de 25 euros par action ;
- au titre de l'offre publique d'échange à titre subsidiaire (l' « **OPE Subsidiaire** »), l'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'échanger des actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent contre des actions de préférence Safran à émettre d'une valeur nominale de 0,20 euro (les « **Actions de Préférence** »). Les Actions de Préférence auront les mêmes caractéristiques que les actions ordinaires Safran mais seront inaliénables pendant une durée de trente-six (36) mois à compter de la date de leur émission. Les caractéristiques des Actions de Préférence sont décrites à la section 2.4.4 « Caractéristiques et droits attachés aux Actions de Préférence Safran » de la Note d'Information.

Il est précisé que le nombre d'actions Zodiac Aerospace dont la présentation sera acceptée à l'OPE Subsidiaire est limité à 88.847.828 actions (le « **Plafond** »), soit environ 30,4⁶ % du capital de Zodiac Aerospace.

La parité de l'OPE Subsidiaire (la « **Parité d'Echange** ») encadrée dans une fourchette allant de 0,300 à 0,332 Action de Préférence pour une action Zodiac Aerospace apportée à l'Offre, sera fixée avant ouverture à Paris du 10^{ème} jour de bourse précédant la date de clôture de l'Offre, dans les conditions décrites à la section 2.3.2 « Offre Publique d'Echange Subsidiaire » de la Note d'Information.

Le nombre total d'Actions de Préférence susceptibles d'être émises dans le cadre de l'OPE Subsidiaire, dans l'hypothèse où la Parité d'Echange serait de 0,332 Action de Préférence pour une action Zodiac Aerospace, s'élève à un maximum de 29.497.478 Actions de Préférence.

Le prix de l'OPA Principale et la Parité d'Echange sont susceptibles d'ajustements dans les conditions décrites à la section 2.3.3 « Ajustement des termes de l'Offre » de la Note d'Information.

Les actionnaires de Zodiac Aerospace pourront apporter leurs actions à l'OPA Principale et/ou à l'OPE Subsidiaire.

⁶ Sur la base du nombre total d'actions déclaré par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017, soit 292.716.456 actions, représentant 378.565.423 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, soit 31,36 % du capital sur une base pleinement diluée à l'exception des Actions Auto-détenues.

L'OPE Subsidaire fera l'objet, le cas échéant, d'un mécanisme de réduction afin que le nombre d'actions Zodiac Aerospace dont l'apport sera accepté n'excède pas le Plafond (soit 88.847.828 actions Zodiac Aerospace).

Au cas où le nombre d'actions Zodiac Aerospace présentées à l'OPE Subsidaire serait supérieur au Plafond, ce nombre sera réduit de telle manière que le Plafond soit respecté. La réduction se fera proportionnellement au nombre d'actions Zodiac Aerospace présentées à l'OPE Subsidaire par chaque actionnaire.

Les actions Zodiac Aerospace présentées à l'OPE Subsidaire qui ne seront pas acceptées à l'OPE Subsidaire en raison du mécanisme de réduction susvisé seront réputées avoir été apportées à l'OPA Principale.

Ce mécanisme de réduction est décrit plus amplement à la section 2.3.4 « Mécanisme de réduction » de la Note d'Information.

1.4 Traitement des rompus

Aucune fraction d'Action de Préférence ne pourra être émise par l'Initiateur.

En conséquence, Safran ne remettra pas de rompu aux actionnaires de Zodiac Aerospace.

Chaque actionnaire apportant des actions Zodiac Aerospace à l'OPE Subsidaire se verra remettre un nombre d'Actions de Préférence Safran correspondant au nombre entier égal ou immédiatement inférieur au produit (i) du nombre d'actions Zodiac Aerospace qu'il a apportées à l'Offre (tel que réduit, le cas échéant, conformément au mécanisme de réduction décrit ci-dessus), multiplié par (ii) la Parité d'Echange (le « **Nombre d'Actions de Préférence Remises en Echange** »), la fraction d'Action de Préférence correspondant à la différence entre (i) le produit du nombre d'actions Zodiac Aerospace apportées à l'Offre par la Parité d'Echange et (ii) le Nombre d'Actions de Préférence Remises en Echange étant désignée ci-après le « **Droit Formant Rompu** ».

Les Droits Formant Rompu feront l'objet d'une indemnisation en numéraire sur la base du prix de l'OPA Principale. Chaque actionnaire ayant apporté des actions Zodiac Aerospace à l'OPE Subsidaire recevra donc, outre le Nombre d'Actions de Préférence Remises en Echange, une indemnisation en numéraire d'un montant en euros égal au produit, arrondi au centime le plus proche (0,5 centime étant arrondi au centime supérieur, soit à 1 centime) :

- (i) du quotient égal au Droit Formant Rompu divisé par la Parité d'Echange,
multiplié par
- (ii) le prix de l'OPA Principale.

Il est précisé que les actionnaires de Zodiac Aerospace pourront, s'ils le souhaitent, renoncer à l'indemnisation en numéraire de leurs Droits Formant Rompus, l'indemnisation restant alors acquise à l'Initiateur. Il appartiendra aux actionnaires

souhaitant renoncer à leurs Droits Formant Rompus d'en informer leur intermédiaire financier lorsqu'ils lui transmettront leur ordre d'apport à l'Offre.

Cette renonciation pourrait permettre le maintien du régime fiscal de sursis d'imposition dont peuvent bénéficier les titulaires d'actions Zodiac Aerospace issues de plans d'attribution gratuite d'actions ou de l'exercice d'Options qui participeraient à l'OPE Subsidaire. Les actionnaires de Zodiac Aerospace concernés sont invités à consulter la section 2.18.2(a)(i)(A) de la Note d'Information sur le régime fiscal applicable.

Les modalités de traitement des rompus sont décrites plus amplement à la section 2.3.5 « Traitement des rompus » de la Note d'Information.

1.5 Situation des titulaires d'Options, d'Actions Gratuites et d'Actions Bloquées en PEE

1.5.1 Situation des titulaires d'Options de la Société

A la connaissance de la Société, 1.703.296 Options sont exerçables au 31 octobre 2017 et ne sont plus sous période de blocage, à l'exception des Options 2015 attribuées dans le cadre du plan adopté par le Directoire de Zodiac Aerospace le 12 février 2015 dont le prix d'exercice est supérieur au prix de l'OPA Principale, qui sont exerçables mais dont la période de blocage n'expire que le 12 février 2018 conformément au règlement du plan. En conséquence, les bénéficiaires d'Options pourront apporter à l'Offre les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de leurs Options, étant précisé que les actions issues de la levée des Options 2015 ne pourront être apportées qu'à l'Offre Réouverte. Il est rappelé que chaque Option donne droit à une action.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les actions auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour que les actions issues de l'exercice des Options puissent être apportées à l'Offre, au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou le cas échéant à l'Offre Réouverte, au plus tard le dernier jour de l'Offre Réouverte.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options exerçables mis en place par la Société au 31 octobre 2017 :

	Plan n° 9	Plan n° 10	Plan n° 11a	Plan n° 11b	Plan n° 12	Plan n° 13	Plan n° 14
Date d'Assemblée	08/01/2008	08/01/2008	10/01/2011	10/01/2011	10/01/2011	10/01/2011	08/01/2014
Date du Conseil de Surveillance ou du Directoire	10/12/2009	10/12/2010	29/12/2011	29/12/2011	13/05/2013	04/12/2013	12/02/2015
Date d'expiration	10/12/2017	10/12/2018	29/12/2019	29/12/2019	13/05/2021	04/12/2021	12/02/2023
Prix de souscription	4,72 €	10,15 €	12,47 €	12,47 €	18,91 €	24,34 €	29,50 €
Options de souscription d'actions restantes au 31/10/2017	45 523	152 455	144 675	120 000	195 672	409 756	635 215

1.5.2 Situation des attributaires d'Actions Gratuites

A la connaissance de la Société, les Actions Gratuites Indisponibles au 31 octobre 2017 se décomposent de la manière suivante :

- 1.456.094⁷ Actions Gratuites en Période d'Acquisition ;
- 116.970⁸ Actions Gratuites en Période de Conservation.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites Indisponibles ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Il sera proposé aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles de bénéficier du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 7.4 « Mécanisme de Liquidité » ci-dessous.

Les tableaux ci-dessous résument les principales caractéristiques des plans d'Actions Gratuites en cours mis en place par la Société au 31 octobre 2017 :

⁷ N'inclut pas les 27.690 actions gratuites des plans n°6 et 7, dont la période d'acquisition a expiré le 4 décembre 2017.

⁸ N'inclut pas les 142.800 actions gratuites des plans n°6 et 7 dont la période de conservation a expiré le 4 décembre 2017.

	Plan n° 6	Plan n° 7	Plan n° 8	Plan n° 9	Plan n° 10 ⁹	Plan n° 11	Plan n° 12
Date d'Assemblée	10/01/2011	10/01/2011	8/01/2014	8/01/2014	8/01/2014	14/01/2016	14/01/2016
Date du Conseil de Surveillance ou du Directoire	04/12/2013	04/12/2013	12/02/2015	12/02/2015	12/02/2015	25/04/2016	12/05/2017
Date d'acquisition des actions ¹⁰	04/12/2015 04/12/2017 ¹¹	04/12/2015	12/02/2017	12/02/2017	⁹ Erreur ! Signet non défini.	25/04/2019	12/05/2020
Date de fin de période de conservation	04/12/2017	04/12/2017	12/02/2019	12/02/2019	⁹	25/04/2019 25/04/2021	12/05/2020 12/05/2022
Condition de performance	Sur 50 % des actions attribuées	Sur 80 % des actions attribuées	Sur 50 % des actions attribuées	Sur 80 % des actions attribuées	⁹	Sur 100 % des actions attribuées au Comex et Directoire, et 50 % pour les autres bénéficiaires	Sur 100 % des actions attribuées au Comex et Directoire, et 50 % pour les autres bénéficiaires
Nombre d'actions acquises au 31/10/2017	111 868	30 932	87 122	29 848	0	2 500	0
Actions de performance restantes au 31/10/2017	17 690 ¹²	10 000 ¹²	16 003 ¹²	-	125 400	635 451	679 240

1.5.3 Situation des titulaires d'Actions Bloquées en PEE

A la connaissance de la Société, 296.193 Actions Bloquées en PEE sont détenues au 31 octobre 2017 directement par les salariés de la Société dans le cadre du PEE et sont soumises à une période d'indisponibilité de cinq ans. Les salariés titulaires d'Actions Bloquées en PEE dont la période d'indisponibilité n'arrive à échéance que postérieurement à la clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte)

⁹ Le plan n°10 concerne spécifiquement les dirigeants de la société Greenpoint Technologies acquise en juin 2014. La période d'acquisition est de 2 ans pour 50 % des actions, avec une période de conservation de 2 ans. Pour 25 % des actions liées à la performance sur l'exercice 2016/2017, la période d'acquisition est de 3 ans, avec une période de conservation d'un an. Pour 25 % des actions liées à la performance sur l'exercice 2017/2018, la période d'acquisition est de 4 ans, sans période de conservation.

¹⁰ La durée des périodes d'acquisition peut différer pour les bénéficiaires qui ne sont pas résidents fiscaux en France.

¹¹ Les bénéficiaires non-résidents fiscaux français ont eu, lors de l'attribution, la faculté d'opter entre :

- une acquisition après quatre ans de la date d'attribution ;
- une acquisition deux ans après la date d'attribution, suivie d'une durée de conservation de deux ans.

¹² Ce solde correspond aux actions attribuées aux salariés non-résidents fiscaux français qui ont opté pour une acquisition à quatre ans de leur date d'attribution.

bénéficieront du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 7.4 « Mécanisme de Liquidité » ci-dessous.

1.6 Conséquences particulières de l'apport d'actions Zodiac Aerospace à l'OPE Subsidaire

L'attention des actionnaires de Zodiac Aerospace qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'OPE Subsidaire est attirée sur les points suivants :

– Perte des droits de vote doubles

Conformément aux statuts de Zodiac Aerospace, les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative au nom du même actionnaire depuis quatre ans au moins bénéficient d'un droit de vote double.

Les actionnaires de Zodiac Aerospace perdront ces avantages en apportant leurs actions à l'Offre. Toutefois, les statuts de Safran prévoient que les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire, à la date de l'assemblée générale, ont un droit de vote double. Les Actions de Préférence Safran remises en rémunération des actions Zodiac Aerospace apportées à l'OPE Subsidaire ne pourront donc bénéficier d'un droit de vote double qu'à condition d'être détenues au nominatif pendant une durée d'au moins deux ans et sans pouvoir, pour le calcul de ce délai, tenir compte de la durée de détention des actions Zodiac Aerospace apportées à l'Offre.

– Inaliénabilité temporaire des Actions de Préférence

Conformément aux statuts de Safran tels qu'ils seront modifiés lors de l'émission des Actions de Préférence, les Actions de Préférence qui seront remises en échange des actions apportées à l'OPE Subsidaire devront obligatoirement être détenues sous la forme nominative et feront l'objet d'une période d'inaliénabilité de trente-six (36) mois à compter de leur émission. Pendant cette période, les Actions de Préférence de Safran ne seront pas admises aux négociations sur un marché réglementé et ne pourront pas être cédées, sauf dans le cadre (i) d'une succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation, (ii) d'une transmission universelle du patrimoine, (iii) d'un apport à une offre publique visant l'intégralité des titres Safran (ce qui exclut notamment les offres publiques de rachat) ou (iv) l'exécution d'un nantissement. Elles ne bénéficieront donc d'aucune liquidité. Ce n'est qu'à l'issue de cette période d'inaliénabilité ou dans l'hypothèse d'une fusion par absorption de Safran, dans les conditions rappelées à la section 2.4.4 « Caractéristiques et droits attachés aux Actions de Préférence Safran » de la Note d'Information, que les Actions de Préférence seront converties en actions ordinaires de Safran et admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris.

2. Contexte et motifs de l'Offre

2.1 Contexte de l'Offre

2.1.1 **Entrée en négociations exclusives**

Safran et Zodiac Aerospace ont conclu le 18 janvier 2017 un protocole d'accord, modifié par avenants en date du 22 février 2017 et du 28 mars 2017 (le « **Protocole d'Accord Initial** »), prévoyant les principaux termes et conditions d'un projet de rapprochement prenant la forme d'une offre publique d'achat initiée par Safran sur les actions Zodiac Aerospace suivie d'une fusion-absorption de Zodiac Aerospace par Safran, précédée du versement par Safran d'un dividende exceptionnel à ses actionnaires (le « **Projet Initial** »). Le 19 janvier 2017, Safran et Zodiac Aerospace ont diffusé un communiqué de presse annonçant leur entrée en négociations exclusives en vue de la mise en œuvre du Projet Initial.

A la suite de la publication par Zodiac Aerospace d'avertissements sur résultat au titre de l'exercice 2016/2017 le 14 mars 2017 et le 28 avril 2017, Safran et Zodiac Aerospace ont poursuivi leurs négociations exclusives et Safran a conduit des analyses financières complémentaires qui lui ont permis de confirmer la forte logique stratégique et le potentiel de création de valeur de l'opération.

2.1.2 **Signature de l'Accord de Rapprochement**

A l'issue de ce processus, Safran et Zodiac Aerospace ont conclu le 24 mai 2017 un accord (l'« **Accord de Rapprochement** ») fixant les nouvelles modalités d'un rapprochement (l'« **Opération** »), prenant la forme d'une offre publique d'achat à titre principal assortie d'une offre publique d'échange plafonnée à titre subsidiaire. Le même jour, Safran et Zodiac Aerospace ont publié un communiqué de presse annonçant les nouveaux termes de leur projet de rapprochement¹³.

Les principales dispositions de l'Accord de Rapprochement sont décrites à la section 7.1 « Accord de Rapprochement » ci-dessous.

Il est précisé que l'Opération a été approuvée à l'unanimité le 23 mai 2017, d'une part par le Conseil d'Administration de Safran après avoir pris connaissance de l'avis de Goldman Sachs, nommé en qualité d'expert financier, sur le caractère équitable de l'Offre pour Safran et, d'autre part, par le Directoire et le Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace.

Le Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace réuni le 23 mai 2017 a par ailleurs confirmé la nomination, intervenue le 23 février 2017, du cabinet Finexsi, représenté par

¹³ L'Accord de Rapprochement a fait l'objet d'un avenant en date du 6 décembre 2017, dont les principaux termes sont décrits à la section 7.1 « Accord de Rapprochement » de la présente note en réponse.

Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF afin de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

2.1.3 Signature d'accords avec les actionnaires de référence de Zodiac Aerospace

Le 24 mai 2017 et le 13 juin 2017, l'Initiateur a conclu des engagements de conservation et d'apport avec les principaux actionnaires institutionnels de Zodiac Aerospace, FFP, FFP Invest et le Fonds Stratégique de Participations, et des actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace portant sur environ 27 % du capital de Zodiac Aerospace.

L'Initiateur a également conclu, le 13 juin 2017, un engagement de participation résiduelle avec certains actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace, portant sur moins de 5 % du capital de Zodiac Aerospace prévoyant notamment une promesse d'achat consentie par Safran au profit des actionnaires familiaux et une promesse de vente consentie par les actionnaires familiaux au profit de Safran portant sur certaines actions Zodiac Aerospace détenues par ceux-ci.

Le contenu de ces engagements est décrit aux sections 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » et 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessous.

2.1.4 Information-consultation des instances représentatives du personnel

Le 26 mai 2017, conformément aux articles L.2323-35 et suivants du Code du Travail, les procédures d'information des instances représentatives du personnel de Safran et d'information-consultation des instances représentatives du personnel de Zodiac Aerospace ont été initiées.

Le comité de groupe de Zodiac Aerospace (le « **Comité de Groupe** ») a rendu à l'unanimité un avis favorable sur l'Opération le 23 juin 2017, comme décrit à la section 4 « Avis du Comité de Groupe » ci-dessous.

2.1.5 Autorisation de l'émission des Actions de Préférence par l'assemblée générale de Safran

Lors de l'assemblée générale extraordinaire du 15 juin 2017, les actionnaires de Safran ont approuvé les trente-deuxième et trente-troisième résolutions qui leur étaient soumises autorisant l'émission des Actions de Préférence qui seront remises aux actionnaires de Zodiac Aerospace qui auront apporté leurs actions à l'OPE Subsidaire et déléguant au Conseil d'Administration de Safran la possibilité de les émettre. Les caractéristiques des Actions de Préférence sont détaillées à la section 2.4.4 « Caractéristiques et droits attachés aux Actions de Préférence Safran » de la Note d'Information.

2.1.6 Décision du dépôt du projet d'Offre

Le conseil d'administration de Safran, réuni le 6 décembre 2017, a décidé à l'unanimité de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Réuni le même jour, le conseil de surveillance de Zodiac Aerospace, après avoir pris connaissance de l'attestation d'équité de l'expert indépendant, a émis à l'unanimité un avis motivé recommandant aux actionnaires de Zodiac Aerospace d'apporter leurs actions à l'Offre, comme détaillé à la section 3 « Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société » ci-dessous.

2.2 Motifs de l'Offre

Le dépôt du projet d'Offre résulte de la mise en œuvre du projet de rapprochement tel que ci-avant détaillé.

Safran est un groupe international de haute technologie, équipementier de premier rang dans les domaines de l'aéronautique (propulsion, équipements), de l'espace et de la défense.

Zodiac Aerospace est un groupe spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements aéronautiques, parmi les leaders mondiaux dans de nombreux domaines, et très présent en Amérique du Nord.

L'Opération donnerait naissance à un leader mondial des équipements aéronautiques grâce à l'alliance de l'expertise, des technologies, des talents et des positions de premier plan de Safran et de Zodiac Aerospace. Le nouveau groupe associerait les compétences de Safran en matière de trains d'atterrissage, de roues et freins, de nacelles, de systèmes électriques embarqués, d'actionneurs et d'avionique aux positions de Zodiac Aerospace dans le domaine des sièges, des aménagements de cabine, de la répartition de puissance, des circuits d'éclairage, d'alimentation en carburant, d'oxygène et de fluides et des équipements de sécurité.

Dans le secteur des systèmes électriques, les actifs de Zodiac Aerospace viendraient renforcer le portefeuille de technologies de Safran et offriraient au nouveau groupe un positionnement idéal pour les développements futurs de l'« avion plus électrique ».

A titre indicatif, le nouveau groupe emploierait plus de 91.000 collaborateurs¹⁴ (dont plus de 45.000 en France) et réaliserait environ 21 milliards d'euros de chiffre d'affaires ajusté et environ 2,7 milliards d'euros de résultat opérationnel courant ajusté¹⁴. Sur cette base, le

¹⁴ Chiffres indicatifs fournis lors de l'annonce de l'Opération et calculés sur la base des effectifs et des résultats en données ajustées de Safran pour l'exercice 2016, hors Safran Identity & Security, et des effectifs et des résultats de l'exercice 2015/2016 de Zodiac Aerospace au 31 août 2016.

nouveau groupe serait le troisième acteur mondial du secteur aéronautique¹⁵. Le nouveau groupe deviendrait également le deuxième équipementier aéronautique mondial, avec un chiffre d'affaires pro forma d'environ 10 milliards d'euros¹⁴ dans les équipements. Il serait présent dans plus de 60 pays.

3. Avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société

Les membres du Conseil de Surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») ont examiné le projet d'Offre au cours de deux réunions en date du 21 novembre 2017 et du 6 décembre 2017.

Il est précisé que les travaux du cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau, désigné en qualité d'expert indépendant par la Société en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre ont été menés sous la supervision d'un Comité Ad hoc composé de Monsieur Patrick Daher (président), Madame Estelle Brachlianoff et Madame Laure Hauseux, tous trois membres indépendants du Conseil de Surveillance, conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

(a) Réunion du Conseil de Surveillance du 21 novembre 2017

Le Conseil de Surveillance s'est réuni une première fois le 21 novembre 2017 sous la présidence de Monsieur Louis Desanges, Vice-Président du Conseil de Surveillance, afin d'examiner les travaux de l'expert indépendant ainsi que du Comité Ad Hoc.

Sur les douze (12) membres du Conseil de Surveillance en fonction, les dix (10) membres suivants étaient présents physiquement lors de cette réunion : Monsieur Louis Desanges, Vice-Président, Monsieur Patrick Daher, Madame Laure Hauseux, Monsieur Vincent Gerondeau, Madame Gilberte Lombard, Madame Estelle Brachlianoff, la société FFP Invest, représentée par Monsieur Frédéric Banzet, le Fonds Stratégique de Participations (FSP), représenté par Madame Isabelle Boccon-Gibod, la société FIDOMA, représentée par Monsieur Richard Domange, ainsi que Madame Anne Aubert, membre représentant les salariés. Monsieur Didier Domange, Président du Conseil de Surveillance, et Madame Élisabeth Domange étaient absents et excusés et ont respectivement donné pouvoir à FIDOMA et à Monsieur Louis Desanges afin de les représenter.

Au cours de cette réunion, Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau ont présenté leur projet de rapport sur les conditions financières de l'Offre et exposé leurs conclusions quant au caractère équitable du prix de l'OPA Principale et de la parité offerte dans le cadre de l'OPA Subsidaire.

¹⁵ Hors avionneurs et systémiens platformistes ; classement sur base des derniers chiffres d'affaires annuels communiqués.

Le Président du Comité Ad Hoc a rendu compte des travaux effectués par le Comité Ad Hoc et présenté les conclusions dudit Comité, lequel a unanimement considéré, sur la base des travaux de l'expert indépendant, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé en conséquence au Conseil de rendre un avis favorable sur l'Offre.

Le Conseil de Surveillance, après avoir pris connaissance du projet de rapport de l'expert indépendant relatif aux conditions financières de l'Offre et entendu la présentation de Messieurs Olivier Péronnet et Olivier Courau, et considération prise de l'avis favorable émis par le Comité Ad Hoc sur le projet d'Offre, a émis un avis motivé favorable sur l'Offre sous réserve qu'aucun évènement significatif de nature à remettre en cause son appréciation ne survienne avant le dépôt de l'Offre et a convenu de se réunir le 6 décembre 2017 afin d'examiner s'il y avait lieu de revenir sur ou d'ajuster son avis motivé.

(b) Réunion du Conseil de Surveillance du 6 décembre 2017 :

Le Conseil de Surveillance s'est à nouveau réuni le 6 décembre 2017 sous la présidence de Monsieur Didier Domange, Président du Conseil de Surveillance, afin de réexaminer le projet d'Offre à l'aune du rapport définitif de l'expert indépendant.

Sur les douze (12) membres du Conseil de Surveillance en fonction, les neuf (9) membres suivants étaient présents (physiquement ou par conférence téléphonique) lors de cette réunion : Monsieur Didier Domange, Président du Conseil de Surveillance, Monsieur Louis Desanges, Vice-Président, Monsieur Patrick Daher, Madame Laure Hauseux, Monsieur Vincent Gerondeau, Madame Gilberte Lombard, la société FFP Invest, représentée par Monsieur Frédéric Banzet, le Fonds Stratégique de Participations (FSP), représenté par Madame Isabelle Boccon-Gibod, ainsi que Madame Anne Aubert, membre représentant les salariés. Madame Estelle Brachlianoff, Madame Élisabeth Domange et la société FIDOMA étaient absentes et excusées et ont respectivement donné pouvoir à Madame Laure Hauseux, à Monsieur Didier Domange et à Monsieur Louis Desanges afin de les représenter.

Le Conseil de Surveillance a constaté, au vu du rapport définitif de l'expert indépendant, qu'aucune modification significative n'était intervenue depuis sa précédente réunion et a pris acte des évolutions marginales du rapport de l'expert indépendant concernant notamment les comparables boursiers et les évolutions de cours de bourse. Le Conseil de Surveillance a en conséquence adopté, à l'unanimité des membres présents ou représentés, les termes définitifs de son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, lequel est reproduit dans son intégralité ci-dessous :

*« Le 6 décembre 2017, le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni au siège social, sous la présidence de Monsieur Didier Domange, afin (i) d'examiner l'offre publique d'achat à titre principal assortie d'une offre publique d'échange plafonnée à titre subsidiaire devant être déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») par Safran (« **Safran** » ou l'« **Initiateur** »), au titre de laquelle Safran offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'acquiescer et/ou d'échanger la totalité des actions de la Société qu'ils détiennent (l'« **Offre** ») et (ii) d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour*

la Société, ses actionnaires et ses salariés en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF.

Tous les membres du Conseil de Surveillance étaient présents (physiquement ou par conférence téléphonique) ou représentés à cette réunion, à savoir :

Monsieur Didier DOMANGE, Président du Conseil de Surveillance ;
Monsieur Louis DESANGES, Vice-Président du Conseil de Surveillance ;
Madame Anne AUBERT, Représentante des salariés ;
Monsieur Patrick DAHER ;
FFP INVEST représentée par Monsieur Frédéric Banzet ;
FSP (Fonds Stratégique de Participations) représenté par Madame Isabelle Boccon-Gibod ;
Monsieur Vincent GERONDEAU ;
Madame Laure HAUSEUX ;
Madame Gilberte LOMBARD ;
Madame Estelle BRACHLLANOFF, absente et représentée par Madame Laure HAUSEUX ;
Madame Elisabeth DOMANGE, absente et représentée par Monsieur Didier DOMANGE ; et
FIDOMA, absente et représentée par Monsieur Louis DESANGES.

Le Conseil de Surveillance a notamment pris connaissance des documents suivants :

- les projets de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier les activités et la stratégie de la Société ainsi que les éléments d'appréciation du prix et de la parité d'échange de l'Offre établis par Crédit Agricole CIB, établissement présentateur et garant de l'Offre, et de document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de l'Initiateur ;
- les projets de note en réponse et de document « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables » de la Société ;
- le rapport définitif établi par le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Olivier Courau, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF (l' « **Expert Indépendant** ») relatif aux conditions financières de l'Offre, reproduit in extenso dans le projet de note en réponse de la Société ; et
- l'avis du Comité de Groupe sur le projet d'Offre en date du 23 juin 2017.

Le Conseil de Surveillance a tout d'abord constaté que :

- l'Offre est constituée à titre principal d'une offre publique d'achat, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'échange plafonnée :
 - au titre de l'offre publique d'achat à titre principal (l' « **OPA Principale** »), l'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent au prix de 25 euros par action ;

- au titre de l'offre publique d'échange à titre subsidiaire (l' « **OPE Subsidiaire** »), l'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'échanger des actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent contre des actions de préférence Safran à émettre d'une valeur nominale de 0,20 euro (les « **Actions de Préférence** »). Les Actions de Préférence auront les mêmes caractéristiques que les actions ordinaires Safran mais seront inaliénables pendant une durée de trente-six (36) mois à compter de la date de leur émission. Il est précisé que le nombre d'actions Zodiac Aerospace dont la présentation sera acceptée à l'OPE Subsidiaire est limité à 88.847.828 actions (le « **Plafond** »), soit environ 30,4 % du capital de Zodiac Aerospace. La parité de l'OPE Subsidiaire (la « **Parité d'Echange** ») encadrée dans une fourchette allant de 0,300 à 0,332 Action de Préférence pour une action Zodiac Aerospace apportée à l'Offre, sera fixée avant ouverture à Paris du 10^{ème} jour de bourse précédant la date de clôture de l'Offre.
- l'Offre vise (i) l'intégralité des actions composant le capital social de Zodiac Aerospace, en excluant les actions auto-détenues par la Société (étant toutefois précisé que certaines de ces actions auto-détenues sont susceptibles d'être remises en cas d'acquisition définitive d'actions gratuites), et (ii) les actions nouvelles et/ou existantes de la Société susceptibles d'être émises et/ou remises à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions ou de l'acquisition définitive d'actions gratuites avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte ;
- un mécanisme de liquidité (l' « **Engagement de Liquidité** ») sera proposé aux titulaires d'actions indisponibles issues de la levée d'options de souscription d'actions, ainsi qu'aux attributaires d'actions gratuites dont la période d'indisponibilité (période d'acquisition ou de conservation) arrivera à échéance après la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte aux termes duquel, en cas de liquidité insuffisante, l'Initiateur leur consentirait une promesse d'achat sur leurs actions Zodiac Aerospace à l'issue de la période d'indisponibilité, assortie le cas échéant d'une promesse de vente consentie à Safran par les titulaires concernés ;
- l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'accord de rapprochement conclu par Safran et Zodiac Aerospace le 24 mai 2017 ayant fixé les nouvelles modalités du projet de rapprochement entre les deux sociétés (l' « **Accord de Rapprochement** ») ;
- l'opération donnerait naissance à un leader mondial des équipements aéronautiques grâce à l'alliance de l'expertise, des technologies, des talents et des positions de premier plan de Safran et de Zodiac Aerospace. Le nouveau groupe associerait les compétences de Safran en matière de trains d'atterrissage, de roues et freins, de nacelles, de systèmes électriques embarqués, d'actionneurs et d'avionique aux positions de Zodiac Aerospace dans le domaine des sièges, des aménagements de cabine, de la répartition de puissance, des circuits d'éclairage, d'alimentation en carburant, d'oxygène et de fluides et des équipements de sécurité. Dans le secteur des systèmes électriques, les actifs de Zodiac Aerospace viendraient renforcer le portefeuille de technologies de Safran et offriraient au nouveau groupe un positionnement idéal pour les développements futurs de l' « avion plus électrique » ;

- à titre indicatif, le nouveau groupe emploierait plus de 91.000 collaborateurs (dont plus de 45.000 en France) et réaliserait environ 21 milliards d'euros de chiffre d'affaires ajusté¹⁶ et environ 2,7 milliards d'euros de résultat opérationnel courant ajusté¹⁶. Sur cette base, le nouveau groupe serait le troisième acteur mondial du secteur aéronautique hors avionneurs et systèmes plateformes. Le nouveau groupe deviendrait également le deuxième équipementier aéronautique mondial, avec un chiffre d'affaires pro forma d'environ 10 milliards d'euros¹⁶ dans les équipements. Il serait présent dans plus de 60 pays ;
- les principaux actionnaires institutionnels de Zodiac Aerospace, FFP, FFP Invest et le Fonds Stratégique de Participations ainsi que les principaux actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace ont conclu des engagements d'apport avec l'Initiateur portant sur environ 27 % du capital de Zodiac Aerospace ;
- certains actionnaires familiaux ont par ailleurs conclu un engagement de participation résiduelle avec l'Initiateur, portant sur moins de 5 % du capital de Zodiac Aerospace, prévoyant notamment une promesse d'achat consentie par Safran au profit des actionnaires familiaux et une promesse de vente consentie par les actionnaires familiaux au profit de Safran sur les actions objet de l'engagement de participation résiduelle.

S'agissant des intentions de l'Initiateur, le Conseil de Surveillance a relevé que :

- l'opération s'inscrit dans la stratégie globale de Safran et lui permettrait en particulier (i) de poursuivre sa stratégie de développement centrée sur les marchés de l'aéronautique et de la défense, (ii) d'accroître sa présence d'équipementier de premier rang sur les programmes aéronautiques en proposant une gamme élargie de produits aux avionneurs et aux compagnies aériennes, (iii) de décorrélérer davantage ses revenus des cycles de production d'avions neufs grâce aux activités d'après-vente et de rénovation de cabines et (iv) d'accroître la base de coûts libellée en dollar ;
- l'opération s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement du groupe Zodiac Aerospace et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par le groupe Zodiac Aerospace en matière d'emploi. L'Initiateur a indiqué soutenir la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines actuellement en place au sein de la Société ;
- l'objectif de l'opération est, selon Safran, de générer environ 200 millions d'euros par an de synergies de coûts avant impôts, provenant essentiellement d'économies réparties dans les achats et les frais généraux du nouveau groupe. 90 % des synergies seraient réalisées dans un délai de trois ans à l'issue de la prise de contrôle et le solde, provenant de l'optimisation des implantations internationales, et ce dans un horizon de cinq ans. Les coûts de mise en œuvre de ces synergies, non récurrents, seraient, selon Safran, de l'ordre de 215 millions d'euros en cinq ans ;
- l'Initiateur entend s'assurer que Zodiac Aerospace ne distribue pas de dividende à l'issue de l'Offre ;

¹⁶ Chiffres indicatifs fournis lors de l'annonce de l'Opération et calculés sur la base des effectifs et des résultats en données ajustées de Safran pour l'exercice 2016, hors Safran Identity & Security, et des effectifs et des résultats de l'exercice 2015/2016 de Zodiac Aerospace au 31 août 2016.

- *l'Initiateur se réserve la faculté, dans l'hypothèse où les actions Zodiac Aerospace détenues par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Zodiac Aerospace, de demander auprès de l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions Zodiac Aerospace moyennant indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'OPA Principale ;*
- *l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à toute fusion par absorption de Zodiac Aerospace par Safran postérieurement à l'Offre. Les conditions de cette éventuelle opération de fusion seraient soumises à la consultation préalable des instances représentatives du personnel de Safran et de Zodiac Aerospace en temps voulu et examinées par l'AMF, le cas échéant, conformément à la réglementation en vigueur. Dans l'hypothèse où un projet de fusion entre Safran et Zodiac Aerospace serait arrêté par le Conseil d'Administration de Safran et par le Directoire de Zodiac Aerospace plus d'un an après le règlement-livraison de l'Offre (ou le cas échéant de l'Offre réouverte), les conditions financières seraient soumises à une fairness opinion établie par un expert indépendant confirmant que la parité est équitable pour les actionnaires de Zodiac Aerospace, conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement et de l'engagement de participation résiduelle.*

S'agissant des conditions financières de l'Offre, le Conseil de Surveillance a constaté qu'il ressort du rapport définitif de l'Expert Indépendant que :

(i) s'agissant de l'OPA principale

- *le prix proposé de 25€ par action dans le cadre de l'OPA Principale fait ressortir :*
 - *une prime extériorisée par le cours de bourse comprise entre 8,4 % (cours spot 23 mai 2017) et 11,5 % (CMPV 1 mois au 23 mai 2017) par référence aux périodes jugées pertinentes, étant rappelé que le cours de Zodiac Aerospace n'a jamais atteint le prix de l'OPA sur les 12 mois précédant la première offre du 19 janvier 2017 ;*
 - *une prime comprise entre 8,7 % et 47,1 % par rapport à la fourchette de valeurs issues des évaluations standalone des analystes qui suivent Zodiac Aerospace ;*
 - *une prime comprise entre 0,9 % et 19,2 % par rapport à la fourchette de valeurs issues du DCF ;*
- *le prix d'Offre apparaît ainsi supérieur à la valeur centrale issue de la méthode du DCF, mise en œuvre sur la base du plan d'affaires transmis par la société qui intègre les pleins effets du redressement de Zodiac Aerospace, lequel est attendu dans plus de 3 ans ;*
- *la méthode des multiples boursiers retenue à titre secondaire, vient conforter les résultats des méthodes principales en extériorisant des primes de 28,5 % à 82,6 % par rapport au prix de 25€.*

(ii) s'agissant de l'OPE Subsidaire

- *la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidaire est située dans une fourchette de 0,300 à 0,332 Action de Préférence pour une action Zodiac Aerospace, étant précisé que l'Action de Préférence intègre une décote*

d'incessibilité de 8,5 % au titre de la période d'inaliénabilité de 3 ans dans le cadre des méthodes d'évaluation pertinentes retenues par l'Expert Indépendant ;

- *les derniers cours de Safran¹⁷ s'établissent à des niveaux sensiblement supérieurs au seuil de 79,98€. Cette situation conduit à retenir la parité de 0,300 Action de Préférence Safran pour une action Zodiac Aerospace pour apprécier les termes de l'OPE Subsidaire. Cette parité fait ressortir :*
 - *une prime comprise entre 8,3 % et 10,4 % selon la méthode du DCF, sur une base standalone pour Zodiac Aerospace et Safran ;*
 - *des décotes de 6,1 % à 11,5 % sur le cours de bourse, et de 2,6 % à 5,7 % sur les valeurs standalone des analystes financiers.*
- *la parité de 0,300 ressort ainsi supérieure à celle obtenue selon les valeurs centrales de la méthode du DCF ;*
- *il convient en outre d'observer que, si en parité immédiate sur le cours actuel de Safran, soit 88,3€, la contrevaletur de l'action Zodiac Aerospace ressort à 26,49€, il reste que l'actionnaire choisissant sur une base volontaire cette OPE ne peut pas céder ses actions pour une période de 3 ans et est exposé à l'évolution de Safran et du cours de son action. Il convient donc de tenir compte de l'incessibilité au travers du modèle mis en œuvre tel que décrit ci-dessus.*

(iii) s'agissant des accords connexes conclus par certains actionnaires avec l'Initiateur ;

- *les termes de l'Accord de Rapprochement, des engagements d'apport conclus par les actionnaires institutionnels et les principaux actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace, de l'engagement de participation résiduelle conclu avec certains actionnaires familiaux et de l'Engagement de Liquidité ont été examinés par l'Expert Indépendant qui a considéré que ces accords ne sont pas susceptibles de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires de Zodiac Aerospace ; l'Expert Indépendant a en particulier considéré que le prix d'exercice de la promesse d'achat consentie par Safran au profit des actionnaires familiaux et de la promesse de vente consentie par les actionnaires familiaux au profit de Safran dans le cadre de l'engagement de participation résiduelle, n'était pas constitutif d'un avantage dont ils bénéficieraient au détriment des autres actionnaires dans le cadre de l'Offre.*

Le Conseil de Surveillance a pris acte que, dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre, l'Expert Indépendant a conclu que :

« L'OPA Principale permet aux actionnaires de Zodiac Aerospace d'accéder à une liquidité immédiate sur la totalité de leurs titres, en bénéficiant :

¹⁷ Le cours moyen pondéré par les volumes 1 mois au 4 décembre 2017 de Safran ressort à 88,3€, soit 80,8€ après décote d'incessibilité de 8,5%. On peut relever que le niveau actuel du cours de Safran se situe dans la fourchette de valeur par action obtenue selon la méthode du DCF et fait donc ressortir une prime par rapport à la parité proposée.

- de primes significatives par rapport aux cours de bourse observés sur les 12 mois précédant la première offre, ainsi que par rapport aux valorisations fondées sur les données observées sur les marchés financiers (notes d'analystes et multiples boursiers) ;
- de la pleine valeur de Zodiac Aerospace intégrant le succès complet du redressement sur la base de prévisions communiquées à l'Expert Indépendant par la société, dans le contexte d'incertitude propre à ce type de situation tandis que la société a procédé à plusieurs avertissements sur résultats au cours des 3 dernières années.

En cas de choix volontaire par l'actionnaire d'apporter ses actions à l'OPE Subsidaire, la parité d'échange devrait s'établir à 0,300 Action de préférence Safran pour une action Zodiac Aerospace compte tenu du cours actuel de Safran plus élevé que le seuil prévu. On relève que cette parité se situe dans la fourchette des parités ressortant de notre analyse multicritère. Les actionnaires de Zodiac se repositionneraient alors sur une société de taille plus importante, bénéficieront des opportunités du nouveau groupe Safran, mais seront exposés à l'évolution future du groupe et de son cours de bourse, en s'engageant sur une période d'incessibilité de 3 ans. »

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de Zodiac Aerospace.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires de Zodiac Aerospace au plan financier. »

Le Conseil de Surveillance a également pris acte :

- de l'avis favorable avec réserves rendu à l'unanimité par le Comité de Groupe sur le projet d'Offre le 23 juin 2017 ;
- de la recommandation du Comité Ad hoc qui a unanimement considéré que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et recommandé en conséquence au Conseil de Surveillance de rendre un avis favorable sur l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a par ailleurs noté que les Actions de Préférence remises en échange dans le cadre de l'Offre Subsidaire ont la particularité d'être inaliénables pendant une durée de trente-six mois à compter de la date de leur émission, les actionnaires décidant d'apporter à l'Offre Subsidaire devront donc renoncer pour 3 ans à toute possibilité de vendre leurs titres, sauf pour les transferts dans le cadre d'une succession, liquidation de communauté de biens entre époux, ou donation, d'une transmission universelle de patrimoine, d'un apport à une offre publique visant l'intégralité des titres de la Société (ce qui exclut notamment les offres publiques de rachat), ou de l'exécution d'un nantissement. L'Offre Subsidaire est en outre susceptible de faire l'objet d'une réduction compte tenu du Plafond décrit ci-dessus.

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré et sur recommandation du Comité Ad hoc, décide, à l'unanimité des membres présents ou représentés :

- d'émettre un avis favorable sur l'Offre qu'il considère conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;

- *de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre en pesant attentivement, quant au choix à faire entre ses deux branches – achat ou échange – l'importance que revêt pour eux le fait de ne pas pouvoir monétiser leur investissement pendant 36 mois. »*

4. Avis du Comité de Groupe

Conformément aux articles L.2323-35 et suivants du Code du Travail, le Comité de Groupe a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de Zodiac Aerospace.

Le Comité de Groupe a rendu à l'unanimité un avis motivé sur l'Opération le 23 juin 2017. L'avis du Comité de Groupe est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1**, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L.2323-39 du Code du Travail.

Le Comité de Groupe a désigné le cabinet SECAFI, spécialisé dans l'expertise, l'assistance et le conseil auprès des instances représentatives du personnel, conformément aux articles L.2323-38 et suivants du Code du Travail. Le rapport du cabinet SECAFI est reproduit dans son intégralité en **Annexe 2**, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L.2323-39 du Code du Travail.

5. Intentions des membres du Conseil de Surveillance de la Société

Monsieur Didier Domange, Madame Elisabeth Domange, le Fonds Stratégique de Participations, FFP Invest et la société FIDOMA ont indiqué leur intention d'apporter l'intégralité des actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent à l'OPE Subsidaire, dans la limite du Plafond, lesquelles feront l'objet du mécanisme de réduction décrit à la section 1.3 « Termes de l'Offre » ci-avant le cas échéant.

Monsieur Patrick Daher, Madame Estelle Brachlianoff, Madame Laure Hauseux et Madame Gilberte Lombard ont indiqué leur intention d'apporter l'intégralité des actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent à l'OPA Principale.

Monsieur Vincent Gérondeau a indiqué son intention d'apporter 70 % des actions Zodiac Aerospace qu'il détient à l'OPE Subsidaire et 30 % des actions Zodiac Aerospace qu'il détient à l'OPA Principale.

Certains membres du Conseil de Surveillance, à savoir Madame Elisabeth Domange, Messieurs Louis Desanges, Vincent Gérondeau et Didier Domange, le Fonds Stratégique de Participations, FFP Invest, FIDOMA et Monsieur Richard Domange, représentant permanent de FIDOMA, ont à cet égard conclu des engagements d'apport à l'Offre avec l'Initiateur visant tout ou partie des actions Zodiac Aerospace qu'ils détiennent. Le contenu de ces engagements est décrit à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » ci-dessous.

Monsieur Louis Desanges a indiqué (i) s'agissant des actions Zodiac Aerospace visées par l'engagement d'apport conclu avec l'Initiateur décrit à la section 7.2 « Engagements d'apport

à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » ci-dessous, son intention de les apporter à l'OPE Subsidaire et (ii) s'agissant des actions Zodiac Aerospace faisant l'objet de l'engagement de participation résiduelle décrit à la section 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessous, qu'il se réserve la possibilité de les apporter, en tout ou partie, à l'OPA Principale ou à l'OPE Subsidaire, dans des proportions non encore déterminées.

6. Intentions de la Société relative aux Actions Auto-détenues

Conformément aux termes de l'Accord de Rapprochement, le Conseil de Surveillance de la Société, lors de sa séance du 21 novembre 2017, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les Actions Auto-détenues par la Société. Il est toutefois précisé que, au 31 octobre 2017, 1.456.094 Actions Auto-détenues sont susceptibles d'être remises en cas d'acquisition définitive d'Actions Gratuites attribuées par la Société.

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

A l'exception des accords et engagements décrits à la présente section 7, il n'existe à la connaissance de la Société aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7.1 Accord de Rapprochement

En application de l'Accord de Rapprochement conclu le 24 mai 2017, l'Initiateur et la Société sont notamment convenus de ce qui suit :

- les termes de l'Offre contenus dans la présente note en réponse ;
- les conditions suspensives au dépôt de l'Offre, à savoir :
 - l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire de Safran du 15 juin 2017 de la 32^{ème} résolution relative à la création des Actions de Préférence et de la modification corrélative des statuts et de la 33^{ème} résolution relative à la délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration à l'effet d'émettre jusqu'à 40 millions d'Actions de Préférence, en cas d'offre publique d'échange ;
 - la remise au Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace par un expert indépendant d'une attestation d'équité confirmant le caractère équitable de l'OPA Principale ;
 - la remise par le Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace d'un avis motivé définitif (x) confirmant que l'acquisition de la Société par Safran est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et (y) recommandant aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre (l'« **Avis Motivé** ») et l'absence de modification ou de retrait de cet Avis Motivé ;

- l'obtention de toute autorisation au titre du contrôle des concentrations délivrée par les autorités de concurrence requise préalablement à l'Opération qui ne pourrait constituer une condition suspensive de l'Offre et des autorisations requises au titre du contrôle des investissements étrangers ;
 - l'absence d'entrée en vigueur de toute loi ou règlement faisant obstacle au dépôt ou à la réalisation de l'Offre ;
 - l'absence de changement défavorable significatif affectant Safran ou Zodiac Aerospace et qui résulterait d'un ou plusieurs événements combinés affectant la situation de l'économie en général et/ou des marchés financiers, ou d'un événement affectant l'ensemble du secteur aéronautique ;
 - la signature, avant le 9 juin 2017, d'engagements d'apport représentant au moins 17 % du capital de Zodiac Aerospace de la part des Actionnaires Familiaux de Zodiac Aerospace (tel que ce terme est défini à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » ci-dessous) ; et
 - la remise de lettres de démission de la part d'au moins la moitié des membres du Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace ;
- l'engagement de l'Initiateur, au plus tard lors de l'assemblée générale annuelle de Safran appelée à statuer en 2018 sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017, de proposer la nomination au Conseil d'Administration de Safran de deux membres du Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace : (i) un administrateur représentant les Actionnaires Familiaux de Zodiac Aerospace (tel que ce terme est défini à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » ci-dessous), et (ii) un des Actionnaires Institutionnels (tel que ce terme est défini à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » ci-dessous) en qualité d'administrateur indépendant ;
 - la prise de contrôle exclusif de Zodiac Aerospace par Safran à l'issue du règlement-livraison de l'Offre, avec (i) la cooptation de six (6) personnes proposées par Safran au Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace, (ii) la désignation d'un nouveau président du Conseil de Surveillance parmi les actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace, et (iii) la désignation d'un nouveau directoire de Zodiac Aerospace composé de personnes proposées par Safran ;
 - l'engagement de l'Initiateur de verser un dédit de 150 millions d'euros à la Société en cas de défaut de dépôt de l'Offre, sauf :
 - (i) en cas de non-réalisation des conditions suspensives relatives :
 - à l'approbation des 32^{ème} et 33^{ème} résolutions par l'assemblée générale extraordinaire de Safran du 15 juin 2017, sous réserve que Safran ait respecté

son engagement de soumettre ces résolutions à l'assemblée générale de Safran ;

- à la remise au Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace par un expert indépendant d'une attestation d'équité confirmant le caractère équitable de l'OPA Principale ;
 - à la remise par le Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace d'un Avis Motivé et à l'absence de modification ou de retrait de cet Avis Motivé ;
 - à l'obtention de toute autorisation au titre du contrôle des concentrations délivrée par les autorités de concurrence requise préalablement à l'Opération qui ne pourrait constituer une condition suspensive de l'Offre, et des autorisations requises au titre du contrôle des investissements étrangers ;
 - à l'absence d'entrée en vigueur de toute loi ou règlement faisant obstacle au dépôt ou à la réalisation de l'Offre ;
 - à l'absence de changement défavorable significatif affectant Safran ou Zodiac Aerospace et qui résulterait d'un ou plusieurs événements combinés affectant la situation de l'économie en général et/ou des marchés financiers, ou d'un événement affectant l'ensemble du secteur aéronautique ;
 - à la signature, avant le 9 juin 2017, d'engagements d'apport représentant au moins 17 % du capital de Zodiac Aerospace de la part des Actionnaires Familiaux de Zodiac Aerospace (tel que ce terme est défini à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société ») ; et
 - à la remise de lettres de démission de la part d'au moins la moitié des membres du Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace ; ou
- (ii) en cas de succès d'une offre concurrente par un tiers ou en cas de modification de la consistance de la Société avant le dépôt de l'Offre, ou après le dépôt de l'Offre, entraînant la renonciation par Safran à l'Offre en application de l'article 232-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.
- l'engagement de la Société de verser un dédit de 150 millions d'euros à l'Initiateur dans l'hypothèse où l'un des événements suivants interviendrait :
- absence de remise au Conseil de surveillance de Zodiac Aerospace par l'intermédiaire de l'expert indépendant de Zodiac Aerospace du rapport visé à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF ;
 - non obtention de l'Avis Motivé ou modification de l'Avis Motivé ou son retrait, sauf dans l'hypothèse d'un changement défavorable significatif affectant Safran ou Zodiac Aerospace et qui résulterait d'un ou plusieurs événements combinés affectant la situation de l'économie en général et/ou

des marchés financiers, en France ou à l'étranger, ou d'un événement affectant l'ensemble du secteur aéronautique et qui affecterait l'une des deux sociétés d'une manière et dans une proportion sensiblement plus défavorable que l'autre ;

- succès d'une offre concurrente par un tiers ;
 - modification de la consistance de la Société, avant le dépôt de l'Offre, ou après le dépôt de l'Offre, entraînant la renonciation par Safran à l'Offre en application de l'article 232-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.
- l'engagement de la Société de gérer ses activités dans le cours normal des affaires, conformément aux pratiques antérieures, et de s'abstenir de procéder à toute opération inhabituelle ou exceptionnelle jusqu'au règlement-livraison de l'Offre, et à ce titre de ne pas procéder à certaines opérations limitativement énumérées dans l'Accord de Rapprochement sans l'autorisation préalable de l'Initiateur ;
- la possibilité pour la Société de verser un acompte sur dividende dans le cas où le règlement-livraison de l'Offre interviendrait après la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour avoir droit au dividende versé par l'Initiateur au titre de l'exercice 2017, auquel cas le prix de l'OPA Principale et la Parité d'Echange seraient ajustés en conséquence ;
- l'engagement de l'Initiateur de ne pas verser d'acompte sur dividende au titre de l'exercice 2017, et de ne pas distribuer de dividendes exceptionnels avant le règlement-livraison de l'Offre.

Le 6 décembre 2017, Safran et Zodiac Aerospace ont conclu un avenant à l'Accord de Rapprochement afin notamment de prévoir que, par dérogation aux dispositions de l'article 2.4.1 (vi), Safran aura la possibilité de déposer l'Offre avant l'obtention de l'autorisation du *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) (et corrélativement celle du *Defense Security Service* (DSS), dont le processus est mené en parallèle de l'autorisation du CFIUS). En conséquence, dans l'hypothèse d'un tel dépôt, l'ouverture de l'Offre sera subordonnée à l'obtention de l'autorisation du CFIUS conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF.

Cet avenant prévoit par ailleurs que Zodiac Aerospace s'engage à ce qu'il soit procédé à une reconstitution de son Conseil de Surveillance au cours d'une réunion dudit conseil tenue au jour du règlement-livraison de l'Offre de sorte qu'à l'issue des démissions-cooptations, le Conseil de Surveillance soit composé de neuf (9) membres, dont cinq (5) désignés sur proposition de Safran.

A cet effet, les huit (8) membres suivants du Conseil de Surveillance : Estelle Brachlianoff, Gilberte Lombard, Patrick Daher, FFP Invest, le Fonds Stratégique de Participations, FIDOMA et en tant que de besoin, Didier Domange et Elisabeth Domange dont le mandat prendra en principe fin à l'issue de l'assemblée générale mixte

de Zodiac Aerospace appelée à se tenir le 9 janvier 2018 compte tenu de l'atteinte de la limite d'âge statutaire, ont remis leur démission de leur mandat de membre du Conseil de Surveillance sous condition suspensive de la réussite de l'Offre et à effet de la date du règlement-livraison de l'Offre.

Safran communiquera les noms des personnes devant être cooptées sur sa proposition au plus tard dix (10) jours avant le règlement-livraison de l'Offre.

7.2 Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société

Le 24 mai 2017 et le 13 juin 2017, l'Initiateur a conclu avec :

- FFP (société anonyme immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 075 390, dont le siège social est situé 66, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine) et FFP Invest (société par actions simplifiée immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 535 360 564, dont le siège social est situé 66, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine) (ensemble « **FFP** ») ;
- le Fonds Stratégique de Participations (société d'investissement à capital variable, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 753 519 891, dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint Honoré, 75008 Paris) (« **FSP** » et ensemble avec FFP, les « **Actionnaires Institutionnels** ») ; et
- des actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace (les « **Actionnaires Familiaux** ») ;

des engagements d'apport à l'Offre portant sur environ 27,47 %¹⁸ du capital de la Société, qui ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF le 2 juin 2017 (cf. D&I 217C1130) et le 16 juin 2017 (cf. D&I 217C1251), par lesquels ces actionnaires se sont engagés à apporter leurs actions Zodiac Aerospace à l'Offre.

Les actionnaires signataires de ces engagements d'apport et le nombre d'actions apportées par chaque actionnaire sont présentés dans les tableaux ci-dessous :

¹⁸ Sur la base du nombre total d'actions déclaré par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017, soit 292.716.456 actions.

Actionnaires Institutionnels	Nombre d'actions	% du capital ¹⁹
Fonds Stratégique de Participations	10.904.337	3,73 %
FFP	2.500	0,00 %
FFP Invest	15.113.464	5,16 %
TOTAL	26.020.301	8,89 %

Actionnaires Familiaux	Nombre d'actions	% du capital ¹⁹
Famille d'Aramon	730.050	0,25 %
Famille Barral	15	0,00 %
Famille Côte	941.535	0,32 %
Famille Daillance	12.000	0,00 %
Famille Desanges	1.685.000 ²⁰	0,58 %
Famille Domange/Côte	3.652.260	1,25 %
Famille Ferronnière	720.000	0,25 %
Famille Gerondeau	5.259.500	1,80 %
Famille Jégou	295.550	0,10 %
Famille Maréchal	9.980.200	3,41 %
Famille Novella	70.050	0,02 %
Famille Pinault	1.825.150	0,62 %
Famille Poujol	1.166.900	0,40 %
Famille Schelcher	850.100	0,29 %
M. Olivier Zarrouati	250.000	0,09 %
Famille Domange (y compris la société FIDOMA)	26.950.050	9,21 %
TOTAL	54.388.360	18,58 %
TOTAL Actionnaires Institutionnels et Actionnaires Familiaux	80.408.661	27,47 %

¹⁹ Sur la base du nombre total d'actions déclaré par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017, soit 292.716.456 actions.

²⁰ Par accord du 6 décembre 2017, la société Omnium Delabordère, membre du groupe familial Desanges, et Safran, ont conclu une lettre-avenant par laquelle ils ont mis fin à l'engagement d'apport de la société Omnium Delabordère pour 50 actions et ont conclu concomitamment un engagement de conservation de ces mêmes actions par la société Omnium Delabordère en des termes identiques à ceux de l'engagement de participation résiduelle décrit à la section 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessous.

7.2.1 Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Institutionnels

Les engagements d'apport à l'Offre conclus entre Safran et les Actionnaires Institutionnels prévoient que :

- les Actionnaires Institutionnels s'engagent à apporter leurs actions à l'Offre, ceux-ci étant libres de les apporter à l'OPA Principale et/ou à l'OPE Subsidaire dans les conditions présentées à la section 1.3 « Termes de l'Offre » ci-avant ;
- les parties acceptent expressément que celles des actions qui ne pourront pas être acceptées à l'OPE Subsidaire en raison d'apports excédant le Plafond de l'OPE Subsidaire seront réputées avoir été apportées à l'OPA Principale ;
- chaque partie prend l'engagement de ne pas tenter de différer ou empêcher le succès de l'Offre et s'engage à faire tout le nécessaire et tout ce qui est en son pouvoir pour faciliter et permettre la mise en œuvre et la réalisation définitive de l'Offre, en ce compris d'examiner tout accord complémentaire qui pourrait s'avérer nécessaire pour la réalisation de l'Offre ;
- les engagements conclus entre l'Initiateur et les Actionnaires Institutionnels expireront automatiquement, sans aucune formalité nécessaire, à la plus proche des dates suivantes : (i) la date à laquelle l'AMF déclarerait l'Offre non conforme, ou (ii) la date de publication par l'AMF d'un avis indiquant que l'Offre a échoué et est caduque en application de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, ou (iii) la date à laquelle une offre concurrente à l'Offre est déposée par un tiers (préalablement ou postérieurement au dépôt de l'Offre) et est déclarée conforme par l'AMF (étant précisé que, en cas d'offre concurrente ou de surenchère déposée par Safran, les engagements pris au terme de cet accord seraient à nouveau effectifs mutatis mutandis jusqu'au jour suivant la date de règlement-livraison de l'Offre), ou (iv) la date à laquelle la Société renoncerait à une des conditions suspensives de l'Accord de Rapprochement sans que cette renonciation ait été approuvée par l'Actionnaire Institutionnel s'engageant à apporter à l'Offre ou par le représentant de ce dernier au Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace, ou (v) le 31 janvier 2018 si l'Offre n'a pas été déclarée conforme par l'AMF à cette date, ou (vi) la date de règlement-livraison de l'Offre, ou (vii) la date à laquelle l'Initiateur et/ou la Société modifierai(en)t les termes de l'Offre ou renoncerai(en)t à l'Offre ou à la mise en œuvre de l'Accord de Rapprochement, ou (viii) le 30 septembre 2018.

7.2.2 Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Familiaux

Les engagements d'apport à l'Offre conclus entre Safran et les Actionnaires Familiaux prévoient que :

- les Actionnaires Familiaux s’engagent à apporter leurs actions à l’Offre, ceux-ci étant libres de les apporter à l’OPA Principale et/ou à l’OPE Subsidaire dans les conditions présentées à la section 1.3 « Termes de l’Offre » ci-dessus ;
- les parties acceptent expressément que celles des actions qui ne pourront pas être acceptées à l’OPE Subsidaire en raison d’apports excédant le Plafond de l’OPE Subsidaire seront réputées avoir été apportées à l’OPA Principale ;
- chaque partie prend l’engagement de ne pas tenter de différer ou empêcher le succès de l’Offre et s’engage à faire tout le nécessaire et tout ce qui est en son pouvoir pour faciliter et permettre la mise en œuvre et la réalisation définitive de l’Offre, en ce compris d’examiner tout accord complémentaire qui pourrait s’avérer nécessaire pour la réalisation de l’Offre.

Les engagements conclus entre l’Initiateur et les Actionnaires Familiaux expireront automatiquement, sans aucune formalité nécessaire, à la plus proche des dates suivantes : (i) la date à laquelle l’AMF déclarerait l’Offre non conforme, ou (ii) la date de publication par l’AMF d’un avis indiquant que l’Offre a échoué et est caduque en application de l’article 231-9 du règlement général de l’AMF, ou (iii) la date à laquelle une offre concurrente à l’Offre est déposée par un tiers (préalablement ou postérieurement au dépôt de l’Offre) et est déclarée conforme par l’AMF (étant précisé que, en cas d’offre concurrente ou de surenchère déposée par Safran, les engagements pris au terme de cet accord seraient à nouveau effectifs mutatis mutandis jusqu’au jour suivant la date de règlement-livraison de l’Offre), ou (iv) la date à laquelle l’Initiateur et/ou la Société modifierai(en)t les termes de l’Offre ou renoncera(en)t à l’Offre, ou (v) le 31 décembre 2018.

7.3 Engagement de participation résiduelle

Le 13 juin 2017, l’Initiateur a conclu avec certains actionnaires familiaux de Zodiac Aerospace un engagement de participation résiduelle portant sur 13.912.435 actions Zodiac Aerospace, soit 4,75 %²¹ du capital de la Société, qui a fait l’objet d’un avis publié par l’AMF le 16 juin 2017 (cf. D&I 217C1251).

L’engagement de participation résiduelle porte par famille sur les actions suivantes :

Actionnaires Familiaux	Nombre d’actions	% du capital
Famille d’Aramon	465.000	0,16 %
Famille Assouad	87.715	0,03 %

²¹ Sur la base du nombre total d’actions déclaré par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017, soit 292.716.456 actions.

Actionnaires Familiaux	Nombre d'actions	% du capital
Famille Barral	615.000	0,21 %
Famille Daillance	26.700	0,01 %
Famille Desanges	6.400.050 ²²	2,19 %
Famille Domange/ Côte	944.420	0,32 %
Famille Gérondeau	800.000	0,27 %
Famille Jégou	103.550	0,04 %
Famille Maréchal	2.620.000	0,90 %
Famille Novella	60.000	0,02 %
Famille Pinault	200.000	0,07 %
Famille Poujol	40.000	0,01 %
Famille Schelcher	1.550.000	0,53 %
TOTAL	13.912.435	4,75 %

Aux termes de l'engagement de participation résiduelle, l'Initiateur et les actionnaires signataires sont notamment convenus de promesses d'achat et de vente croisées selon les modalités suivantes :

(a) Promesse d'achat consentie par l'Initiateur

- l'Initiateur a consenti une promesse d'achat au profit des actionnaires familiaux signataires exerçable en tout ou partie (i) du 1er juillet 2018 au 31 juillet 2018 en fonction de l'expiration ou non des engagements de conservation visant ces actions, (ii) du 1er juillet 2020 au 31 juillet 2020 dans l'hypothèse où un ou plusieurs bénéficiaires n'auraient pas exercé leurs promesses d'achat pendant la première période d'exercice susvisée, et (iii) du 1er janvier 2022 au 31 janvier 2022 dans l'hypothèse où un ou plusieurs bénéficiaires n'auraient pas exercé leurs promesses d'achat pendant les deux premières périodes d'exercice susvisées ;
- le prix d'acquisition unitaire de ces actions sera égal au prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (i) ajusté à la baisse, le cas échéant, du pourcentage d'évolution du cours de bourse à la baisse de l'action Safran (cours de clôture) entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date de notification d'exercice de la promesse

²² Par accord du 6 décembre 2017, la société Omnium Delabordère, membre du groupe familial Desanges, et Safran, ont conclu une lettre-avenant par laquelle ils ont mis fin à l'engagement d'apport de la société Omnium Delabordère pour 50 actions et ont conclu concomitamment un engagement de conservation de ces mêmes actions par la société Omnium Delabordère en des termes identiques à ceux de l'engagement de participation résiduelle décrit à la présente section.

d'achat, et (ii) diminué de toute distribution de dividende ou de tout produit quelconque attribué ou versé au titre des actions sous promesse par Zodiac Aerospace au bénéficiaire concerné entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date du transfert de la propriété des titres en exécution de la promesse d'achat ;

- en cas d'exercice de la promesse d'achat du 1^{er} juillet 2020 au 31 juillet 2020 ou du 1^{er} janvier 2022 au 31 janvier 2022 (et dans ces deux cas seulement), le montant du prix par action payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, ajusté à la baisse, le cas échéant, du pourcentage d'évolution du cours de bourse à la baisse du titre Safran, sera augmenté d'un taux annuel de 3 % l'an, calculé entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date de la notification d'exercice de la promesse d'achat.

(b) Promesse de vente consentie par les actionnaires familiaux

- les actionnaires familiaux signataires de l'engagement de participation résiduelle ont consenti une promesse de vente au profit de l'Initiateur exerçable du 1^{er} février 2022 au 28 février 2022 sur la totalité des actions Zodiac Aerospace sous promesse encore détenues par le promettant concerné. Le prix de vente unitaire des actions Zodiac Aerospace sera égal au prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (i) augmenté d'un taux annuel de 3 % l'an, calculé entre la date de règlement livraison de l'Offre et la date de notification d'exercice de la promesse de vente, et (ii) diminué de toute distribution de dividende ou de tout produit quelconque attribué ou versé au titre des actions sous promesse par Zodiac Aerospace au promettant concerné entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date du transfert de la propriété des titres en exécution de la promesse de vente.

(c) Durée des engagements

- les promesses d'achat et de vente sont conclues sous réserve du règlement-livraison de l'Offre avant le 31 décembre 2018 ;
- l'engagement de participation résiduelle expirera automatiquement, sans aucune formalité nécessaire, à la plus proche des dates suivantes : (i) la date à laquelle l'AMF déclarerait l'Offre non conforme, ou (ii) la date de publication par l'AMF d'un avis indiquant que l'Offre a échoué et est caduque en application de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, ou (iii) pour l'actionnaire signataire concerné, la date à laquelle l'actionnaire signataire apporte, à tout moment, ses actions Zodiac Aerospace à une offre (en ce compris l'Offre) et pour les actions apportées, ou (iv) la date à laquelle Safran et/ou Zodiac Aerospace modifierai(en)t les termes et conditions de l'Offre ou renoncera(en)t à l'Offre.

(d) Autres dispositions de l'engagement de participation résiduelle

- l'Initiateur s'est engagé, sous réserve du règlement-livraison de l'Offre (le cas échéant, réouverte), à ce que Monsieur Louis Desanges (ou, en cas d'impossibilité de sa part, tout autre actionnaire signataire de l'engagement de participation résiduelle choisi

après consultation préalable avec l'Initiateur) soit nommé président du Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace jusqu'à la plus proche des deux dates suivantes : (i) le 31 décembre 2020 ou (ii) la date de réalisation d'une fusion-absorption de Safran et Zodiac Aerospace. Il est précisé que les statuts de Zodiac Aerospace seront modifiés afin de permettre la nomination d'un vice-président qui aura le pouvoir de convoquer le Conseil de Surveillance de Zodiac Aerospace ;

- l'Initiateur s'est également engagé, sous la même réserve, à obtenir une *fairness opinion* rendue par un expert indépendant (i) en cas d'opération modifiant le périmètre du groupe Zodiac Aerospace conclue avec le groupe Safran, non soumise à la procédure française d'autorisation des conventions réglementées, et portant sur une branche d'activité représentant un chiffre d'affaires annuel supérieur à 100 millions d'euros, ou sur un actif dont la valeur vénale est supérieure à 100 millions d'euros, ou (ii) dans l'hypothèse où un projet de fusion entre Safran et Zodiac Aerospace serait arrêté par le Conseil d'Administration de Safran et par le Directoire de Zodiac Aerospace plus d'un an après le règlement-livraison de l'Offre (le cas échéant réouverte) ;
- les actionnaires familiaux signataires de l'engagement de participation résiduelle se sont de leur côté engagés, sous réserve du règlement-livraison de l'Offre, (i) à inscrire au porteur, au moins un instant de raison, l'ensemble de leurs actions objet de l'engagement de participation résiduelle, mettant ainsi fin à leurs droits de vote doubles, de sorte que le total de ces actions représente moins de 5 % des droits de vote de Zodiac Aerospace et (ii) sur demande de Safran, à coopérer avec Safran en vue de la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire.

7.4 Mécanisme de liquidité

Les titulaires d'Actions Bloquées en PEE, ainsi que les attributaires d'Actions Gratuites Indisponibles se verront proposer un Mécanisme de Liquidité aux termes duquel, en cas de liquidité insuffisante, l'Initiateur leur consentirait une promesse d'achat sur leurs actions Zodiac Aerospace à l'issue de la période de blocage.

Il est précisé que les attributaires des Actions Gratuites en Période de Conservation et les titulaires d'Actions Bloquées en PEE se verront par ailleurs proposer, à titre optionnel, d'assortir la promesse d'achat consentie par l'Initiateur dans le cadre du Mécanisme de Liquidité d'une promesse de vente exerçable par l'Initiateur à l'issue de la période d'exercice de la promesse d'achat.

Une liquidité insuffisante sera caractérisée (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ou d'une radiation des actions Zodiac Aerospace du marché réglementé Euronext Paris ; ou (ii) si le volume moyen d'actions Zodiac Aerospace échangées par jour au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 0,1 % du capital social, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

Le prix d'exercice de la promesse d'achat consentie par l'Initiateur, et de la promesse de vente consentie par les titulaires d'Actions Bloquées en PEE et les attributaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation, le cas échéant, dans le cadre du Mécanisme de Liquidité sera égal au prix de l'OPA Principale, minoré de toute distribution de Zodiac Aerospace effectivement perçue par le titulaire, intervenue le cas échéant entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date d'exercice de la promesse d'achat (ou, le cas échéant, de la promesse de vente) et augmenté d'un taux annuel de 1,5 % l'an, calculé (i) pour les Actions Bloquées en PEE et les Actions Gratuites en Période de Conservation, entre la date de règlement-livraison de l'Offre et la date d'exercice de la promesse d'achat (ou, le cas échéant, de la promesse de vente), et (ii) pour les Actions Gratuites en Période d'Acquisition, entre la date d'acquisition et la date d'exercice de la promesse d'achat.

Il est précisé que le Mécanisme de Liquidité décrit ci-avant pourra, dans certaines juridictions, être adapté aux éventuelles contraintes légales, réglementaires ou d'autres natures applicables.

En application de l'article L.233-9, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites en Période de Conservation et les Actions Bloquées en PEE pour lesquelles une promesse de vente aura été consentie à Safran dans le cadre du Mécanisme de Liquidité préalablement à la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

8. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique

8.1 Structure et répartition du capital

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Familles	69.859.206	23,87%	134.084.026	35,42 %
FFP Invest	15.113.464	5,16%	26.755.099	7,07 %
FFP	2.500	0,00%	5.000	0,00 %
Fonds Stratégique de Participation	10.904.337	3,73 %	10.904.337	2,88 %
Salariés	4.182.350	1,43%	6.594.007	1,74 %
Autres actionnaires au nominatif	8.586.256	2,93%	16.154.611	4,27 %
Porteur	171.420.667	58,56%	171.420.667	45,28 %
Autocontrôle	12.647.676	4,32%	12.647.676	3,34 %
TOTAL	292 716 456	100%	378 565 423	100 %

⁽¹⁾ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées).

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

(a) Obligation de déclaration de franchissement de seuils

L'article 9 des statuts de la Société prévoit que toute personne, agissant seule ou de concert, qui détient ou viendrait à détenir une fraction de capital de la Société supérieure ou égale à 2 % du capital ou un multiple de cette fraction, sera tenue d'informer la Société dans un délai de 15 jours à compter du franchissement d'un de ces seuils de participation du nombre total d'actions de la Société qu'elle possède directement ou indirectement ou encore de concert.

En cas de non-respect de cette obligation, et sur demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2 % du capital social, les actions excédant la fraction de 2 % du capital concernée qui auraient dû être déclarées sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification. Toute personne, agissant seule ou de concert, est également tenue d'informer la Société dans le délai 15 jours susvisé lorsque son pourcentage du capital devient inférieur à chacun des seuils mentionnés au premier alinéa du présent paragraphe.

A la date de la présente note en réponse, et à la connaissance de la Société, aucune action n'est privée de droit de vote.

(b) Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

8.3 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du code de commerce)

Néant à la connaissance de la Société, à l'exception des accords décrits à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » et à la section 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessus.

Conformément aux dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce, les principales stipulations de ces accords ont été communiquées à la Société et à l'AMF qui les a portées à la connaissance du public par deux avis publiés respectivement le 2 juin 2017 sous le numéro D&I 217C1130 et le 16 juin 2017 sous le numéro D&I217C1251.

8.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

(a) Engagements d'apport et engagement de participation résiduelle conclus par les actionnaires de référence

Comme indiqué ci-dessus, les engagements d'apport conclus par les Actionnaires Institutionnels et les Actionnaires Familiaux ainsi que l'engagement de participation résiduelle conclu par certains actionnaires familiaux comportent des stipulations pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions faisant l'objet de ces accords, en particulier des engagements de blocage des actions, sous réserve de l'apport à l'Offre.

Le contenu de ces accords est décrit à la section 7.2 « Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société » et 7.3 « Engagement de participation résiduelle » ci-dessus et a été porté à la connaissance du public par deux avis publiés par l'AMF respectivement le 2 juin 2017 sous le numéro D&I 217C1130 et le 16 juin 2017 sous le numéro D&I 217C1251.

(b) Engagements collectifs de conservation conclus par certains actionnaires familiaux

Certains actionnaires familiaux sont liés par un engagement collectif de conservation, conclu en application des articles 787 B et 885 I bis du Code général des impôts, enregistré le 20 juin 2016 auprès de l'administration fiscale. Cet engagement collectif de conservation court pour une durée de deux ans, prorogeable tacitement par période de 12 mois (sauf notamment en cas de dénonciation par l'une des parties). A la date de la présente note en réponse, les titres soumis à cet engagement collectif de conservation représentent environ 23 % du capital et 34 % du total des droits de vote attachés aux actions émises par Zodiac Aerospace au 31 octobre 2017. Compte tenu des engagements d'apport souscrits par les Actionnaires Familiaux décrits à la section 7.2.2 « Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Familiaux » ci-dessus, cet engagement collectif de conservation a vocation à être dénoncé à l'issue du règlement-livraison de l'Offre.

Certains actionnaires familiaux sont également liés par un engagement collectif de conservation, conclu en application de l'article 885 I bis du Code général des impôts et enregistré le 21 décembre 2005 auprès de l'administration fiscale. Cet engagement collectif de conservation a été conclu pour une durée de 6 ans à compter de cette date, prorogeable tacitement par période de 12 mois (sauf notamment en cas de dénonciation par l'une des parties). Cet engagement a été dénoncé avec effet au 21 décembre 2017.

Certains actionnaires familiaux ont par ailleurs conclu le 18 juin 2012, une convention d'incessibilité afin de poursuivre la consolidation des engagements collectifs de conservation fiscaux. Cette convention a été conclue pour une durée initiale d'un an, prorogeable tacitement par période de 12 mois. Elle prévoit, par exception à l'engagement d'incessibilité, une faculté de respiration à hauteur de 10 % du nombre de titres pactés par

chaque signataire, sous réserve que l'ensemble agrégé des titres soumis à ladite convention ne vienne pas à représenter moins de 20 % du capital et des droits de vote de Zodiac Aerospace. Compte tenu des engagements d'apport souscrits par les Actionnaires Familiaux décrits à la section 7.2.2 « Engagements d'apport à l'Offre conclus avec les Actionnaires Familiaux » ci-dessus, cette convention a également vocation à être dénoncée à l'issue du règlement-livraison de l'Offre.

8.5 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} septembre 2017

Depuis le 1^{er} septembre 2017, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
Artisan Partners Limited Partnership	20 septembre 2017	10.427.300	3,56%	2,75%	Franchissement à la baisse du seuil de 4%
DNCA Finance / DNCA Finance Luxembourg	6 octobre 2017	7.593.055	2,59%	2,01%	Franchissement à la hausse du seuil de 2%
Artisan Partners Limited Partnership	23 octobre 2017	5.827.899	1,99%	1,54%	Franchissement à la baisse du seuil de 2%

8.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant à l'exception du droit de vote double conféré aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative au nom du même actionnaire depuis quatre ans au moins.

8.7 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Comme indiqué à la section 1.5.3 « Situation des titulaires d'Actions Bloquées en PEE » ci-dessus, 296.193 Actions Bloquées en PEE sont détenues au 31 octobre 2017 directement par les salariés de la Société dans le cadre du PEE et sont soumises à une période d'indisponibilité de cinq ans. Les salariés titulaires d'Actions Bloquées en PEE

dont la période d'indisponibilité n'arrive à échéance que postérieurement à la clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) ne pourront pas apporter leurs actions à l'Offre et bénéficieront du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 7.4 « Mécanisme de Liquidité » ci-dessus.

Il n'existe par ailleurs aucun FCPE dédié à la détention d'actions Zodiac Aerospace dans le cadre des différents plans d'épargne salariale mis en place au sein du groupe Zodiac Aerospace.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance est composé de trois (3) membres au moins et de douze (12) membres au plus, nommés et révocables par l'assemblée générale ordinaire, auxquels s'ajoute le cas échéant le membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés. Ce dernier n'est pas pris en compte pour la détermination des nombres minimal et maximal de membres du Conseil de Surveillance.

En application des dispositions légales, lorsque le nombre de membres du Conseil de Surveillance est inférieur ou égal à douze (12), un membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés est élu pour une durée de quatre (4) années par les salariés de la Société et de ses filiales conformément aux dispositions de l'article L.225-79-2 III 1° du Code de commerce et selon les modalités suivantes :

Le membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés est élu par l'ensemble des salariés ayant la qualité d'électeur.

Conformément à l'article L.225-28 du Code de commerce, l'élection a lieu au scrutin majoritaire à deux tours. Chaque candidature doit comporter le nom du candidat et de son remplaçant éventuel. Ces deux personnes doivent être de sexe différent.

Les candidats sont exclusivement présentés par une ou plusieurs organisations syndicales représentatives au niveau du groupe Zodiac Aerospace.

Les élections sont organisées par la direction. Le calendrier (notamment la date du dépôt des candidatures et les dates du scrutin) et les modalités des opérations électorales non précisées par les dispositions légales ou réglementaires en vigueur ou par les statuts de la Société (notamment les modalités du vote) sont arrêtés par la direction, après concertation avec les organisations syndicales représentatives, le cas échéant.

La durée des fonctions des membres du Conseil de Surveillance est de quatre (4) années.

La limite d'âge des membres du Conseil de Surveillance personnes physiques et des représentants permanents des personnes morales est fixée à 70 ans. Les fonctions desdits membres du Conseil de Surveillance cesseront à la date de la première assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel la limite d'âge aura été atteinte.

Toutefois, lorsque les membres du Conseil de Surveillance auront atteint cette limite d'âge, leurs mandats pourront être renouvelés deux fois et chaque fois pour une période de deux années successives au maximum. Chaque renouvellement éventuel sera décidé par l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel le précédent mandat aura expiré.

Tout membre sortant est rééligible.

Les fonctions d'un membre du Conseil de Surveillance prennent fin à l'issue de l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue au cours de l'année pendant laquelle expire son mandat, à l'exception de celles du membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés qui prennent fin à l'issue de son mandat.

En cas de vacance par décès ou démission, d'un ou plusieurs sièges, le Conseil de Surveillance peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire ; celles-ci seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire ; à défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil n'en demeurent pas moins valables.

En cas de vacance, par décès, démission, révocation, rupture du contrat de travail ou pour toute autre cause que ce soit, d'un siège de membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés, le siège vacant est pourvu par son remplaçant. En cas de rupture de son contrat de travail, le membre du Conseil de Surveillance représentant les salariés est réputé démissionnaire d'office.

Le membre du Conseil de Surveillance nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

8.9 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Le Directoire est composé de deux (2) à sept (7) membres, personnes physiques pris ou non parmi les membres du personnel de la Société, qui peuvent être ou ne pas être actionnaires de la Société. Le nombre de membres du Directoire est fixé par le Conseil de Surveillance.

Les membres du Directoire sont nommés dans leurs fonctions par le Conseil de Surveillance qui confère à l'un d'eux la qualité de Président et détermine leur rémunération.

La durée des fonctions des membres du Directoire est de quatre (4) années.

Le nombre des membres du Directoire personnes physiques âgés de plus de soixante-dix (70) ans ne pourra pas être supérieur au tiers des membres du Directoire en fonction à la date de clôture de l'exercice. Lorsque ce nombre sera dépassé, le membre du Directoire le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office.

Un membre du Directoire ne peut accepter d'être nommé à un autre Directoire, Directeur Général unique ou Président du Conseil d'Administration d'une autre société, à moins d'y avoir été autorisé par le Conseil de Surveillance.

Tout membre du Directoire peut être révoqué soit par l'assemblée générale ordinaire, soit par le Conseil de Surveillance. Si la révocation est décidée sans juste motif, elle peut donner lieu à des dommages-intérêts ; au cas où l'intéressé aurait conclu avec la Société un contrat de travail, la révocation de ses fonctions de membre du Directoire n'a pas pour effet de résilier ce contrat.

Si un siège de membre du Directoire devient vacant, le Conseil de Surveillance doit le pourvoir dans le délai de deux mois, pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire. A défaut, tout intéressé peut demander au Président du Tribunal de Commerce statuant en référé de procéder à cette nomination à titre provisoire, le remplaçant ainsi nommé peut, à tout moment, être remplacé par le Conseil de Surveillance.

8.10 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

Par dérogation aux dispositions ci-dessus en cas d'augmentation de capital, les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement aux résultats effectifs de l'opération, sont apportées par le Conseil de Surveillance ou le Directoire dans les cas prévus par la loi et/ou lorsque le Conseil de Surveillance ou le Directoire agit sur délégation de l'assemblée générale.

En outre, le siège social peut être transféré en tout autre endroit du même département ou d'un département limitrophe par une simple décision du Conseil de Surveillance sous réserve de ratification de cette décision par la prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires, sous réserve des dispositions légales en vigueur.

8.11 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Directoire dispose à la date de la présente note en réponse des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société :

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Echéance/durée	Montant maximal autorisé	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations au 31 août 2017
14 janvier 2016	Autorisation d'attribuer gratuitement des actions aux salariés et mandataires sociaux éligibles de la Société ou de son groupe.	14 mars 2018	Le nombre total d'actions attribuées gratuitement ne pourra représenter plus de 0,6 % du capital, soit 0,3 % par plan annuel. ⁽¹⁾	1.470.541 actions attribuées
19 janvier 2017	Autorisation en vue de permettre à la Société d'intervenir sur ses propres actions.	19 juillet 2018	Rachat d'un nombre d'actions tel que le nombre d'actions détenues par la Société ne dépasse pas 10 % des actions composant le capital. Montant maximal de 300 millions d'euros.	N/A
19 janvier 2017	Autorisation à l'effet de réduire le capital par annulation des actions détenues par la Société dans le cadre du programme de rachat d'actions.	19 juillet 2018	Annulation dans la limite de 10 % du capital par période de 24 mois.	N.A
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de bénéfices, de réserves ou de primes.	19 mars 2019	Dans la limite du montant global des sommes pouvant être incorporées au capital à la date de leur incorporation.	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital.	19 mars 2019	2.500.000 euros	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital, dans le cadre d'une offre au public.	19 mars 2019	1.200.000 euros	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital, dans le cadre d'une offre par placement privé.	19 mars 2019	1.200.000 euros	N.A.

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Echéance/durée	Montant maximal autorisé	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations au 31 août 2017
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription, décidée en application des trois délégations de compétence précédemment visées.	19 mars 2019	Dans la limite du plafond prévu dans la résolution en application de laquelle l'émission initiale a été décidée.	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société.	19 mars 2019	1.200.000 euros	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital, en rémunération d'apports en nature.	19 mars 2019	Dans la limite de 10 % du capital social	N.A.
19 janvier 2017	Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise établi en application des articles L. 3332-1 et suivants du Code du travail avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers.	19 mars 2019	300.000 euros	N.A.

(1) Il est précisé qu'à l'intérieur de ces plafonds et sous-plafonds, le nombre total des actions attribuées gratuitement à des mandataires sociaux, ne pourra pas représenter plus de 0,17 % du capital de la Société, soit 0,085 % par plan annuel.

8.12 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

Dans le contexte du projet de rapprochement avec Safran, la Société a identifié les principaux accords contenant des clauses de changement de contrôle. Les principaux accords identifiés sont les suivants :

- plusieurs contrats significatifs avec des avionneurs et des compagnies aériennes clients de Zodiac Aerospace. A la date de la présente note en réponse, la Société a notifié l'Opération à la majorité des clients significatifs du groupe afin de les informer, et le cas échéant en fonction des stipulations contractuelles, d'obtenir leur autorisation au changement de contrôle. Certains d'entre eux ont d'ores et déjà donné leur accord de principe au changement de contrôle. Aucun client significatif n'a, à la date de la présente note en réponse, fait part de son intention de résilier un contrat suite à l'envoi des notifications susvisées ;

- des contrats relatifs à la dette de la Société, comprenant :
- (i) un crédit syndiqué renouvelable d'un montant total en principal de 1.030 millions d'euros dont environ 112 millions d'euros tirés au 31 octobre 2017, dont le contrat contient une clause de remboursement anticipé obligatoire de la totalité du crédit en cas de changement de contrôle,
 - (ii) un placement privé sous forme de prêt d'un montant total en principal de 230 millions d'euros remboursable in fine, dont le contrat contient une clause de remboursement anticipé permettant à chaque prêteur de demander le remboursement de sa portion du prêt en cas de changement de contrôle,
 - (iii) des prêts Schuldschein d'un montant total en principal de 375 millions d'euros, remboursables in fine, dont les contrats contiennent une clause de remboursement anticipé permettant à chaque prêteur de demander le remboursement de sa portion du prêt dans lequel il détient une participation en cas de changement de contrôle,
 - (iv) un prêt hybride d'un montant total en principal de 250 millions d'euros remboursable in fine, dont le contrat prévoit, au choix de la Société, une augmentation de la marge ou un remboursement anticipé volontaire du prêt, en cas de changement de contrôle.

Par ailleurs, le crédit d'un montant total en principal de 27 millions d'euros remboursable in fine, dont le contrat contenait une clause de remboursement anticipé obligatoire de la totalité du crédit, a été intégralement remboursé à la date du présent document.

8.13 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de Surveillance et du Directoire de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Au titre de son contrat de travail en qualité de Directeur Administratif et Financier, Monsieur Didier Fontaine, membre du Directoire, bénéficie d'une indemnité de rupture spécifique en cas de licenciement (autre que pour faute lourde) qui sera versée en cas de notification d'un licenciement dans les douze mois suivant un changement de contrôle du groupe Zodiac Aerospace ou une modification de la structure de la gouvernance du groupe ou une modification majeure de la composition du Directoire du groupe qui interviendrait dans les 36 mois après sa date d'embauche, soit jusqu'au 18 septembre 2019.

Cette indemnité s'élève à une année de salaire fixe (500.000 euros), à laquelle s'ajoute une rémunération variable plafonnée à 75 % de la rémunération fixe touchée au titre du contrat de travail (500.000 euros), soit à 375 000 euros.

Au titre de son contrat de travail en qualité de « Group Deputy and Chief Executive Officer of Business Development activities », et en application de la Convention Collective de la Métallurgie, Monsieur Maurice Pinault est susceptible de bénéficier :

- d'une indemnité de licenciement en cas de rupture du contrat de travail du fait de l'employeur correspondant à 18 mois du salaire brut fixe et variable des douze mois précédents ;
- d'une indemnité dite de départ en retraite dans l'hypothèse où Monsieur Maurice Pinault viendrait à mettre en œuvre ses droits à la retraite correspondant à 5 mois du salaire brut fixe et variable des douze mois précédents.

Par ailleurs, certains membres du comité exécutif restreint du groupe Zodiac Aerospace bénéficient, au titre de leur contrat de travail, d'une indemnité de rupture spécifique en cas de licenciement (autre que pour faute lourde) intervenant à la suite d'un changement de contrôle du groupe Zodiac Aerospace. Le montant cumulé de ces indemnités s'élève à environ 3 millions d'euros.

9. Modalités de mise à disposition du document autres informations

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur le site Internet de Zodiac Aerospace dédié à l'Opération (www.projet-zodiacaerospace.com) accessible depuis le site Internet de Zodiac Aerospace (www.zodiacaerospace.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de Zodiac Aerospace, Relations Actionnaires, 61 rue Pierre Curie, 78370 PLAISIR.

10. Rapport de l'expert indépendant de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF

En application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance a, lors de sa séance du 23 février 2017, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport susvisé est reproduit ci-après :



FINEXSI



ZODIAC
AEROSPACE



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat à titre principal, assortie d'une Offre Publique d'Echange à titre subsidiaire, initiée par la société SAFRAN visant les actions de la société ZODIAC AEROSPACE

5 décembre 2017



Sommaire

1. Présentation de l'opération	5
1.1. Contexte de l'opération	5
1.2. Mission du cabinet Finexsi	6
1.3. Déclaration d'indépendance	7
1.4. Diligences effectuées	7
2. Présentation du groupe Zodiac Aerospace	9
2.1. Présentation de la société et du groupe Zodiac Aerospace	9
2.1.1. Historique du groupe Zodiac	10
2.1.2. Présentation des activités du groupe Zodiac	11
2.2. Présentation synthétique des données financières	15
2.3. Plan de redressement et de transformation	17
2.4. Caractéristiques et perspectives du marché	18
2.5. Matrice SWOT	21
3. Présentation du groupe Safran	22
3.1. Présentation de la société et du groupe Safran	22
3.1.1. Historique du groupe Safran	22
3.1.2. Présentation des activités du groupe Safran	23
3.2. Présentation synthétique des données financières du groupe et des activités	27
3.3. Matrice SWOT	30
4. Evaluation des actions de la société Zodiac	31
4.1. Méthodes d'évaluation écartées	31
4.1.1. Actif net comptable consolidé	31
4.1.2. Actif net comptable réévalué	31
4.1.3. Méthode du rendement (capitalisation du dividende)	31
4.1.4. Transactions comparables	32
4.2. Méthodes d'évaluation retenues	32
4.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs	32
4.2.2. Cours de bourse	33
4.2.3. Valeur standalone induite des notes d'analystes	34
4.2.4. Comparables boursiers (à titre secondaire)	34
4.3. Données de référence de la société Zodiac	35



4.3.1.	Nombre de titres de référence retenu	35
4.3.2.	Dette financière nette ajustée au 31 août 2017	35
4.4.	Mise en œuvre de la valorisation de la société Zodiac.....	37
4.4.1.	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (méthode principale)	37
4.4.2.	La référence au cours de bourse de Zodiac (méthode principale)	44
4.4.3.	Valeur standalone induite des notes d'analyste (méthode principale)	46
4.4.4.	Comparables boursiers (méthode secondaire).....	47
4.5.	Synthèse de la valorisation de la société Zodiac.....	50
5.	Evaluation des actions de la société Safran.....	51
5.1.	Méthodes d'évaluation écartées.....	51
5.1.1.	Actif net comptable consolidé.....	51
5.1.2.	Actif net comptable réévalué	51
5.1.3.	Méthode du rendement (capitalisation du dividende)	51
5.1.4.	Transactions comparables	52
5.2.	Méthodes d'évaluation retenues.....	52
5.2.1.	Actualisation des flux de trésorerie futurs	52
5.2.2.	Cours de bourse	53
5.2.3.	Objectifs de cours des analystes.....	53
5.2.4.	Comparables boursiers	54
5.3.	Données de référence de la société Safran	54
5.3.1.	Nombre de titres de référence retenu	54
5.3.2.	Dette financière nette ajustée au 30 juin 2017.....	55
5.4.	Mise en œuvre de la valorisation de la société Safran	56
5.4.1.	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (méthode principale)	56
5.4.2.	La référence au cours de bourse de Safran (méthode principale)	59
5.4.3.	Objectifs de cours de bourse des analystes (méthode principale)	60
5.4.4.	Comparables boursiers (méthode secondaire).....	61
5.5.	Synthèse de la valorisation de Safran	64
5.6.	Evaluation de l'Action de Préférence Safran	64
5.6.1.	Rappel des termes de l'Offre Subsidaire.....	64
5.6.2.	Décote d'incessibilité.....	65
5.6.3.	Synthèse de l'évaluation des Actions de Préférence Safran, après décote d'incessibilité.....	66
6.	Accords connexes pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	67
6.1.	Accord de Rapprochement.....	67



6.2. Engagements d'apports à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société	67
6.3. Engagement de participation résiduelle.....	68
6.4. Mécanisme de liquidité.....	70
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque	
Présentatrice.....	72
7.1. Choix des critères d'évaluation.....	73
7.2. Dates de référence des valorisations.....	73
7.3. Mise en œuvre des différents critères.....	74
7.3.1. Evaluation des actions de Zodiac.....	74
7.3.2. Evaluation des Actions de Préférence Safran.....	76
8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'OPA Principale et de la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidaire.	79
8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	79
8.2. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'OPA Principale et de la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidaire.....	81
Annexe unique.....	83





1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'opération

Les sociétés SAFRAN et ZODIAC AEROSPACE ont annoncé par communiqué de presse du 19 janvier 2017 un projet de rapprochement prenant la forme d'une Offre Publique d'Achat initiée par SAFRAN sur les actions ZODIAC AEROSPACE au prix de 29,47€ par action ZODIAC AEROSPACE. En cas de succès, cette OPA devait être suivie d'une fusion absorption de ZODIAC AEROSPACE par SAFRAN sur la base d'une parité de 0,485 action SAFRAN (après détachement d'un dividende exceptionnel de 5,5€ par action SAFRAN) pour 1 action ZODIAC AEROSPACE.

Les principaux termes et conditions de ce projet de rapprochement ont été formalisés dans un Protocole d'Accord Initial conclu le 18 janvier 2017 entre SAFRAN et ZODIAC AEROSPACE.

A la suite de l'avertissement sur résultat (ou « *profit warning* ») de ZODIAC AEROSPACE en date du 14 mars 2017 lors de la publication du chiffre d'affaires du 2^{ème} trimestre de l'exercice 2016/2017, et de la publication du résultat du 1^{er} semestre de ZODIAC AEROSPACE intervenue le 28 avril 2017, SAFRAN et ZODIAC AEROSPACE ont repris et poursuivi leurs négociations exclusives, et des diligences financières complémentaires ont été menées par SAFRAN et ses conseils sur le groupe ZODIAC AEROSPACE.

A l'issue de ce processus, un Accord de Rapprochement remplaçant le Protocole d'Accord Initial et fixant les nouvelles modalités du rapprochement entre SAFRAN et ZODIAC AEROSPACE décrites ci-après a été signé le 24 mai 2017 :

- une offre principale d'achat en numéraire (ci-après « l'Offre Principale » ou « l'OPA Principale »), non plafonnée, visant la totalité du capital de ZODIAC AEROSPACE au prix de 25,0€ par action ZODIAC AEROSPACE (à l'exception des actions auto-détenues) ;
- une offre d'échange subsidiaire (ci-après « l'Offre Subsidiaire » ou « l'OPE Subsidiaire »), plafonnée à 88 847 828 actions ZODIAC AEROSPACE (soit environ 30,4% du capital de la société¹), rémunérée en actions de préférence SAFRAN, ouvrant les mêmes droits que les actions ordinaires SAFRAN, mais inaliénables pour une durée de 3 ans à compter du règlement livraison (les « Actions de Préférence »). La parité d'échange sera calculée sur la base du rapport entre un prix de 24,0€ par action ZODIAC AEROSPACE et la valeur de marché des actions ordinaires SAFRAN, encadrée par un mécanisme de tunnel (« *collar* ») de - 5/+ 5%, faisant ressortir une parité comprise entre 0,300 et 0,332 Action de Préférence SAFRAN pour 1 action ZODIAC AEROSPACE. Les modalités de fixation de cette parité sont décrites à la section « 2.3.2. Offre Publique d'Echange Subsidiaire » du projet de note d'information.

Les actions apportées à l'OPE Subsidiaire qui ne seraient pas acceptées en raison d'apports excédant le plafond mentionné ci-dessus seront réputées avoir été apportées à l'OPA Principale, proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'OPE par chaque actionnaire.

L'Offre (OPA Principale et OPE Subsidiaire) est soumise à l'obtention des autorisations au titre du contrôle des investissements étrangers et au titre du contrôle des concentrations présentées à la section « 1.2.6. Autorisations réglementaires » du projet de note d'information.

¹ Sur la base du nombre total d'actions déclarées par ZODIAC au 31 août 2017, soit 292 691 769



Le 24 mai et le 13 juin 2017, certains actionnaires familiaux et les actionnaires institutionnels de ZODIAC AEROSPACE (FFP, FFP INVEST et le Fonds Stratégique de Participations) ont conclu avec SAFRAN des engagements d'apport à l'Offre portant sur environ 27% du capital de ZODIAC AEROSPACE.

Le 13 juin 2017, SAFRAN a par ailleurs conclu un engagement de participation résiduelle avec certains actionnaires familiaux portant sur moins de 5% du capital de ZODIAC AEROSPACE, et prévoyant notamment des promesses d'achat et de vente croisées sur leurs actions, exerçables à plusieurs dates entre juillet 2018 et janvier 2022.

Les principales modalités de ces engagements sont présentées à la section « 1.4. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue » du projet de note d'information.

Par ailleurs, un mécanisme de liquidité, présenté à la section « 2.3.6. Mécanisme de liquidité » du projet de note de synthèse, est proposé aux titulaires d'actions bloquées en PEE et aux attributaires d'actions gratuites indisponibles.

Il est attendu du rapprochement entre les deux groupes un montant de synergies de 200m€/an avant impôts, essentiellement constituées de synergies de coûts, avec une montée en puissance (« *ramp-up* ») sur 5 ans, et un coût de mise en œuvre de 215m€ sur cette période de 5 ans.

Ce rapprochement devrait permettre de créer un leader mondial sur l'ensemble de la chaîne de valeur des avions, qui serait numéro 3 dans l'aéronautique (excluant les avionneurs) avec un chiffre d'affaires 2016 d'environ 21,2Md€ (derrière UTC AEROSPACE SYSTEMS et GE AVIATION) et numéro 2 dans les équipements aéronautiques (derrière UTC AEROSPACE SYSTEMS) avec un chiffre d'affaires 2016 d'environ 10Md€ sur ce segment.

1.2. Mission du cabinet FINEXSI

Le cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil de Surveillance de la société ZODIAC AEROSPACE le 23 février 2017 en qualité d'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'**Offre** (Offre Principale d'achat et Offre Subsidaire d'échange), sur les fondements des alinéas 2 et 4 du I de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par ZODIAC AEROSPACE et ses conseils, ainsi que par CREDIT AGRICOLE CIB en qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après « CA-CIB » ou « la Banque présentatrice »). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges, et de tout autre document qui nous ont été communiqués.



1.3. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent, ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.4. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la société ZODIAC AEROSPACE, et de la société SAFRAN ;
- analyser les comptes de ces sociétés ;
- analyser les données prévisionnelles disponibles (business plan du management pour ZODIAC AEROSPACE et prévisions du consensus pour SAFRAN) ;
- analyser les éléments de valorisation préparés par la Banque présentatrice de l'Offre ;
- procéder à l'évaluation multicritères des sociétés ZODIAC AEROSPACE et SAFRAN, et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de leurs valorisations respectives ;
- positionner le rapport d'échange offert dans le cadre de l'Offre Subsidaire selon les rapports d'échange résultant des différents critères d'évaluation mis en œuvre ;
- analyser les accords connexes, et plus particulièrement les engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de ZODIAC AEROSPACE et l'engagement de participation résiduelle conclu avec certains actionnaires familiaux de ZODIAC AEROSPACE, ainsi que le mécanisme de liquidité proposé par SAFRAN aux titulaires d'actions indisponibles ;
- faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par la Banque présentatrice de l'Offre ;



- préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation de l'action ZODIAC AEROSPACE et son opinion sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre Principale, et l'évaluation de l'action SAFRAN et son opinion sur le caractère équitable de la parité offerte dans le cadre de l'Offre Subsidaire.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc...) publiées par les deux sociétés au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de CA-CIB tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre, et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de CA-CIB.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



2. Présentation du groupe ZODIAC AEROSPACE

2.1. Présentation de la société et du groupe ZODIAC AEROSPACE

ZODIAC AEROSPACE (ci-après « ZODIAC ») est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance, dont le siège est situé 61 rue Pierre Curie à Plaisir (78370).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 729 800 821.

La société clôture ses comptes au 31 août. Dans les développements qui suivent, l'exercice fiscal 31/08/n est présenté « FYn ».

Les actions de ZODIAC sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris.

A la dernière clôture (31/08/2017), son capital s'élevait à 11 707 670,76€, et était composé de 292 691 769 actions entièrement libérées. Compte tenu de l'exercice d'options depuis cette date, le montant du capital au 31 octobre 2017 s'élève à 11 708 658,24€ réparti en 292 716 456 actions.

L'actionnariat de ZODIAC se résume comme suit au 31 octobre 2017 :

Zodiac - Répartition du capital social au 31/10/2017

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques (*)	% des droits de vote théoriques
Familles	69 859 206	23,9%	134 084 026	35,4%
FFP Invest	15 113 464	5,2%	26 755 099	7,1%
Salariés	4 182 350	1,4%	6 594 007	1,7%
Autres actionnaires au nominatif	19 493 093	6,7%	27 063 948	7,1%
Autocontrôle	12 647 676	4,3%	12 647 676	3,3%
Total titres nominatifs	121 295 789	41,4%	207 144 756	54,7%
Titres au porteur	171 420 667	58,6%	171 420 667	45,3%
Total titres	292 716 456	100,0%	378 565 423	100,0%

* Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées).

Source: Zodiac Aerospace

Au 31 octobre 2017, 1 703 296 options sont exerçables au titre des 7 plans de stock-options en place, dont 1 068 081 dans la monnaie². A cette même date, il existe 1 483 784 actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation.

² Les options dans la monnaie sont celles dont le prix d'exercice est inférieur au cours de bourse actuel.



2.1.1. Historique du groupe ZODIAC

ZODIAC AEROSPACE est la société mère du groupe ZODIAC AEROSPACE (« le groupe ZODIAC »), leader mondial des équipements et systèmes aéronautiques des avions commerciaux, régionaux et d'affaires, ainsi que des hélicoptères. Le groupe est aussi un acteur majeur de la sécurité aéronautique et de la télétransmission. Ses principaux clients sont les compagnies aériennes et les constructeurs aéronautiques, selon présentation détaillée des activités ci-après.

La société ZODIAC, créée en 1896, est la première société admise au second marché de la Bourse de Paris en 1983.

Le groupe ZODIAC a suivi une stratégie d'acquisition au cours des trente dernières années, lui permettant de bâtir des positions de leader mondial sur différents marchés de niche.

En 2007, l'activité Marine est cédée, ce qui permet à ZODIAC de poursuivre sa croissance et son développement dans le domaine aéronautique.

Depuis 2010, le chiffre d'affaires a plus que doublé, et l'effectif est passé de 17 000 salariés à plus de 33 000 collaborateurs fin août 2017. Ce développement s'est notamment fait par croissance interne et via de nombreuses acquisitions (une quinzaine depuis 2008), qui ont abouti à un tissu de production globalement dispersé avec plus d'une centaine de sites en 2017.

Aujourd'hui, le groupe ZODIAC est présent dans 18 pays, et dégage un chiffre d'affaires consolidé de 5,1 milliards d'euros au 31 août 2017.³

ZODIAC connaît cependant depuis 3 ans une crise de croissance, entraînant des retards de livraison de certains de ses produits, ce qui a occasionné une baisse sensible des résultats depuis l'exercice 2013/2014 avec une diminution du résultat net de 70% entre les exercices 2013/2014 et 2015/2016. Ces difficultés industrielles affectent principalement les branches Sièges et Cabine (Cf. présentations détaillées des activités ci-après).

Cette tendance négative s'est poursuivie lors du premier semestre de l'exercice 2016/2017, avec le *profit warning* du 14 mars 2017, annonçant que le chiffre d'affaires⁴ semestriel était en baisse de 2,6% par rapport au premier semestre de l'exercice précédent, en raison notamment des difficultés industrielles rencontrées par ZODIAC SEATS UK et ZODIAC CABIN, ainsi que par un marché atone pour les hélicoptères, ainsi que pour l'aviation d'affaires et régionale.⁵

Les résultats du 2^{ème} semestre de l'exercice 2016/2017 se sont avérés en ligne avec la *guidance*⁶ du 28 avril 2017⁷, mais inférieurs au 2^{ème} semestre de l'exercice précédent et aux prévisions initiales. Sur l'exercice 2016/2017, la société ZODIAC a réalisé un chiffre d'affaires de 5 127m€, et un EBIT de 217,6m€.

Dans ce contexte, le groupe ZODIAC a annoncé en mars 2016 un plan de redressement et de transformation, dont le déploiement s'effectue en trois étapes (Cf. §.2.3).

³ Présentation des résultats annuels 2016/2017 de ZODIAC AEROSPACE du 30 octobre 2017.

⁴ Chiffre d'affaires organique.

⁵ Communiqué de Presse ZODIAC AEROSPACE du 14 mars 2017.

⁶ Informations prévisionnelles chiffrées communiquées par l'émetteur.

⁷ Résultat Opérationnel Courant de 217,6m€ par rapport à une fourchette de 200-220m€ dans la *guidance*.

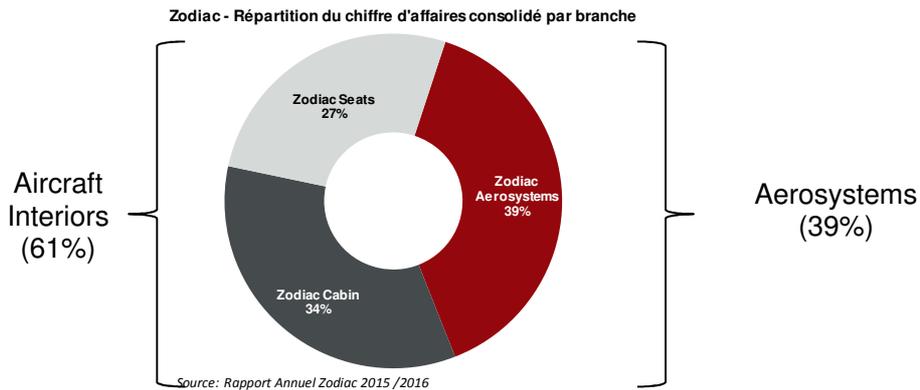


2.1.2. Présentation des activités du groupe ZODIAC

ZODIAC est le leader mondial des équipements et systèmes aéronautiques montés à bord des avions commerciaux, régionaux et d'affaires, ainsi que des hélicoptères. Il est aussi un acteur majeur de la sécurité aéronautique et de la télétransmission.

Le groupe ZODIAC opère au niveau global, avec, en termes de clients, 34% de son activité concentrée en Europe, 34% aux Etats-Unis, et 32% dans le reste du monde.

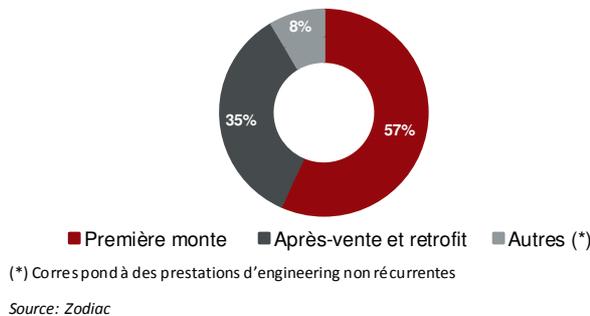
ZODIAC est organisé autour de deux segments d'activités : *Aerosystems* et *Aircraft Interiors*, eux-mêmes divisés en branches, divisions et *Business Units* (BU).



Le segment d'activité *Aircraft Interiors* comprend la branche ZODIAC CABIN (ou « Cabine ») et la branche ZODIAC SEATS (ou « Sièges »).

ZODIAC réalise des prestations de « première monte » pour les OEM - Original Equipment Manufacturers - (essentiellement les constructeurs d'avions, d'hélicoptères et d'engins spatiaux), qui représentent environ 60% de son chiffre d'affaires, et également des prestations d'après-vente et retrofit (ou Aftermarket⁸) qui représentent environ 35% du chiffre d'affaires⁹. Ces activités d'après-vente sont réalisées par les BU elles-mêmes ainsi que par ZODIAC AEROSPACE SERVICES, entité dédiée à l'après-vente, et dont les résultats financiers sont alloués aux différentes BU du groupe.

Zodiac - Chiffre d'affaires FY17 par source de revenu



⁸ distribution de pièces de rechange, réparations, maintenance technique, support technique et formation.

⁹ Rapport Annuel ZODIAC AEROSPACE 2015-2016.

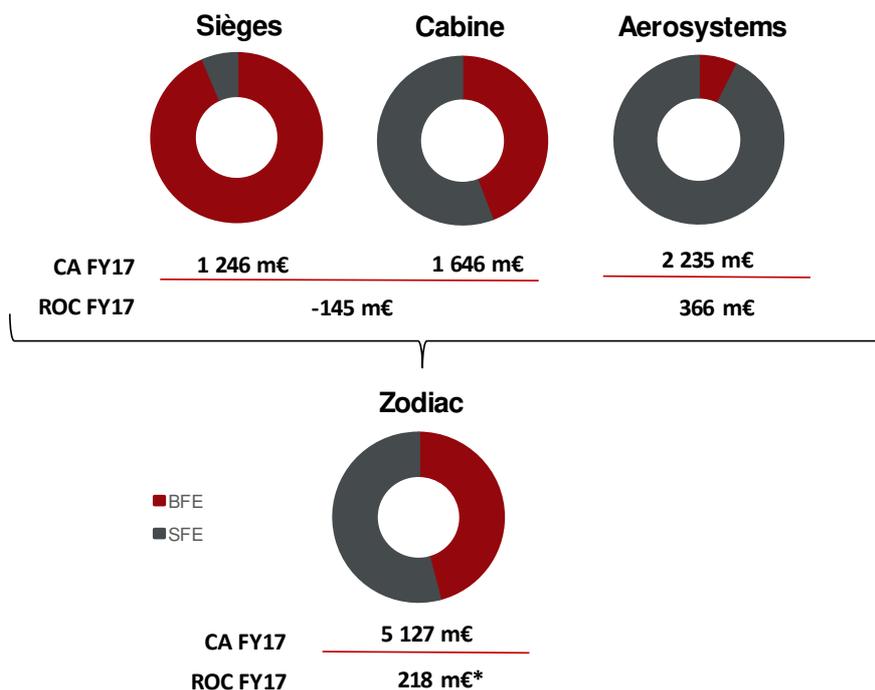


ZODIAC adresse deux marchés aux caractéristiques différentes, notamment en termes de visibilité et de financement de la R&D :

- Le marché SFE - Supplier Furnished Equipment -, dont les clients directs sont les OEM. Ce marché procure une visibilité à long terme. Les coûts de développement sont généralement autofinancés, si la société est sélectionnée au lancement d'un programme¹⁰. La montée en puissance se fait avec des marges relativement faibles, la production permet d'atteindre des marges moyennes ensuite, enfin l'après-vente (« Aftermarket ») engendre des marges plus importantes.
- Le marché BFE - Buyer Furnished Equipment -, dont les clients directs sont essentiellement les compagnies aériennes ou sociétés de leasing. Ce marché se caractérise pour les équipements de ZODIAC par un grand niveau de personnalisation. Ses cycles sont courts et moins prévisibles que le marché SFE. Les coûts de développement sont non-récurrents et sont supportés en partie par le client final¹¹.

Le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel courant (ROC¹²) des branches d'activité de ZODIAC se répartissent comme suit entre SFE et BFE :

Zodiac : Répartition du chiffre d'affaires FY17 par type de marché



* y compris ROC Holding pour -4m€
Source: Zodiac et Analyse Finexsi

¹⁰ information ZODIAC.

¹¹ *Ibid.*

¹² Le ROC de ZODIAC correspond à l'agrégat EBIT.





AEROSYSTEMS, sécurité en vol et au sol (CA FY17 : 2 235m€ - 44% du CA groupe)

La branche **AEROSYSTEMS** est le résultat du rapprochement des anciennes branches *Aircraft Systems* et *Aerosafety*, réalisé lors de l'exercice 2015-2016.

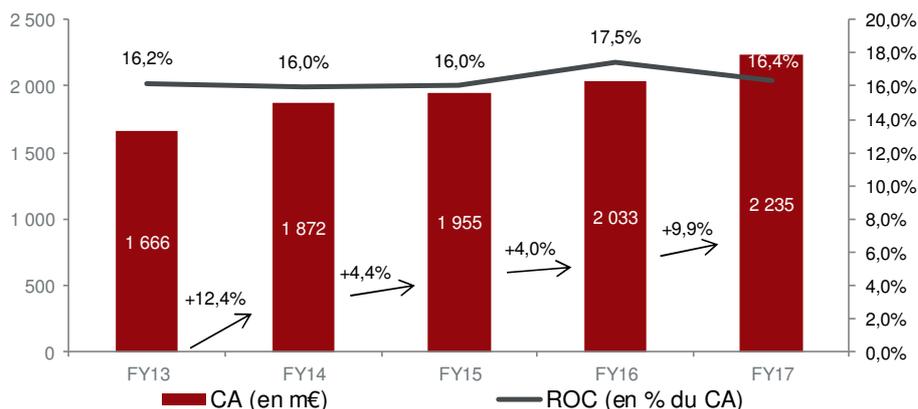
Le modèle est fondé sur des programmes aéronautiques SFE, la plupart d'entre eux à un stade de maturité avancé, et une visibilité à long terme, également sur l'après-vente.

La branche *AEROSYSTEMS* englobe 5 divisions :

- Zodiac Safety Systems fournit des systèmes et des équipements pour assurer la sécurité à bord et en vol des aéronefs (toboggans d'évacuation, systèmes d'arrêt d'urgence, masques à oxygène...) ;
- Zodiac Electrical & Cockpit Systems réunit tous les systèmes nécessaires à la gestion de la puissance électrique à bord des aéronefs (gestion de la puissance électrique, éclairage...) ;
- Zodiac Control Systems propose des moyens de contrôle des systèmes embarqués (gestion du carburant, télémétrie...) ;
- Zodiac Fluid and Water & Waste Systems regroupe l'ensemble des activités spécialisées dans la gestion des eaux et des déchets (toilettes, systèmes de gestion des fluides...) ;
- Connected Cabin offre des solutions de divertissement à bord innovantes et réalise la conception et la production de systèmes et fonctionnalités électriques pour les classes Affaires et Première des avions commerciaux (actionneurs de sièges et équipements électriques associés, systèmes de massage et lampes de lecture)¹³.

Aujourd'hui la branche *AEROSYSTEMS* focalise ses efforts sur le développement de l'avion plus électrique et de solutions innovantes (sonde Lisafe, projet Safuel, connectivité, IFE, antenne en bande Ka...).

Zodiac Aerosystems - Chiffre d'affaires et marge opérationnelle courante



Source: Rapports Annuels Zodiac 2013 - 2016 et Présentation des Résultats FY17 du 30/10/2017

Il convient de noter qu'à compter de FY17, l'activité IFEC est reclassée dans la branche Aerosystems (activité auparavant comptabilisée dans la branche Zodiac Cabin). L'impact de ce reclassement sur la ventilation du CA et du ROC FY16 (de respectivement 128m€ et 22m€) n'a pas été pris en compte dans les chiffres présentés.

¹³ Seule activité BFE au sein de la branche Aerosystems





AIRCRAFT INTERIORS, confort et vie à bord (CA 2017 : 2 892m€ - 56% du CA groupe)

L'activité *AIRCRAFT INTERIORS* est composée des branches ZODIAC CABIN et ZODIAC SEATS. ZODIAC SEATS rassemble principalement des activités liées au marché BFE. L'activité de la branche ZODIAC CABIN est répartie sur les marchés BFE et SFE de manière équivalente.

Cette activité produit tous les éléments de la cabine de l'avion, tels que les sièges passagers et équipages, intérieurs complets de cabine, cuisines embarquées et équipements culinaires.

Comme dit précédemment, elle est composée de deux branches :

- Zodiac Cabin¹⁴, qui offre tous les éléments pour équiper une cabine intégrée : coffres à bagages, toilettes, galleys (équivalents de cuisines), éléments « floor to floor » (panneaux de parois latérales, éléments de plancher, bacs). Ces différents produits sont disponibles séparément, ou livrés intégrés au sein d'une cabine.

Cette *branche* a rencontré des problèmes logistiques et opérationnels dans le respect des délais de livraison, notamment sur les toilettes de l'A350XWB, engendrant des surcoûts significatifs, et dégradant ainsi ses marges.

Cette *branche* a été confrontée à des problèmes de sous-capacité, et focalise ses efforts sur l'accompagnement de la montée en cadence des nouveaux programmes avec les constructeurs d'avions.

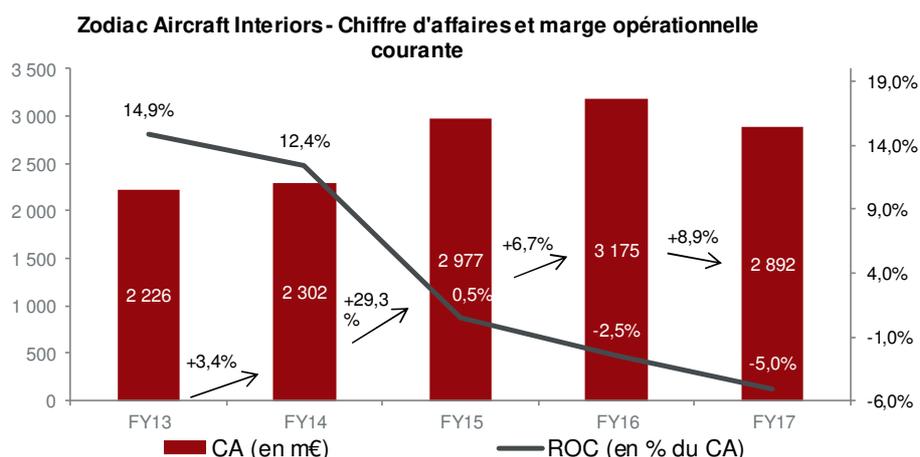
- Zodiac Seats, qui conçoit et produit les sièges passagers (toute classe : Première, Affaires, Economique) et d'équipages.

L'activité des sièges de classe Economique présente une concurrence accrue et des marges réduites. A l'inverse, le nombre d'acteurs présents sur les sièges de classe Affaires est plus limité (les principaux acteurs étant ZODIAC, B/E AEROSPACE / ROCKWELL COLLINS / UTC et RECARO), présentant des taux de marge supérieurs. Les barrières à l'entrée de cette activité sont très importantes.

Cette *branche* a connu de nombreux succès commerciaux, mais l'augmentation du nombre de commandes a saturé l'outil industriel (problèmes de conception et de design), engendrant des retards de livraisons et des pénalités significatifs.

Ces retards s'analysent comme une crise de croissance de cette activité. Le plan Focus doit permettre de calibrer et rationaliser les sites industriels pour pallier ces problèmes industriels et logistiques (Cf. ci-après §2.3).

¹⁴ A compter de 2015/2016, les branches Cabin & Structures et Galleys & Equipment ont été regroupées pour constituer la *branche* Cabin (Source : Rapport d'activité ZODIAC 2016).



2.2. Présentation synthétique des données financières

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices FY13 à FY16 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de ZODIAC, les cabinets ERNST & YOUNG et FIDAUDIT. Les commissaires aux comptes n'ont pas émis leurs rapports sur l'exercice FY17 à la date de la présente attestation mais prévoient d'émettre une opinion sans réserve ni observation.

Compte de résultat

L'évolution du compte de résultat consolidé de ZODIAC est résumée comme suit sur les 5 derniers exercices clos :

Zodiac - Compte de résultat consolidé

En m€	31/08/2013	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017
Chiffre d'affaires	3 892	4 175	4 932	5 208	5 127
Résultat opérationnel courant	584	566	314	270	218
% du chiffre d'affaires	15,0%	13,6%	6,4%	5,2%	4,2%
Résultat opérationnel	561	542	292	194	170
Résultat net des activités poursuivies	371	354	185	108	73
Résultat net part du groupe	371	354	185	108	73
% du chiffre d'affaires	9,5%	8,5%	3,7%	2,1%	1,4%

Source : Rapports Annuels Zodiac Aerospace 2013 à 2016, Présentation des résultats FY17 du 30/10/2017

On doit relever que si le chiffre d'affaires est globalement en augmentation sur les 5 derniers exercices, le résultat opérationnel courant¹⁵ est en dégradation continue, passant de 15% du chiffre d'affaires en 2013 à 4,2% en 2017.

Cette baisse du résultat opérationnel courant est essentiellement liée à la forte dégradation des résultats de l'activité AIRCRAFT INTERIORS :

- problèmes de sous-capacité et de retards sur les programmes A350 et C-Series. Ces nouveaux programmes étaient au début de leur courbe d'expérience, et ZODIAC n'est pas

¹⁵ Les principaux éléments non courants du Résultat Opérationnel de ZODIAC sont les coûts de restructuration, les pertes de valeurs, les amortissements d'immobilisations incorporelles, et les frais d'acquisition.





parvenu à suivre le rythme de la montée en cadence des programmes d'Airbus et de Bombardier, engendrant des retards dans les livraisons et des problèmes de qualité, comme précédemment indiqué ;

- dégradation des relations avec certains grands clients ;
- difficultés rencontrées avec certains nouveaux programmes de Galleys sur le marché européen.

Ces difficultés ont engendré des surcoûts (pénalités, variances main d'œuvre et matière, logistique exceptionnelle, etc.) de l'ordre de 400m€ en FY16 et en FY17.

L'évolution des principaux agrégats financiers des deux segments d'activité de Zodiac sur les 5 derniers exercices a été présentée ci-avant.

Lors de l'exercice 2015/2016, Zodiac a réalisé environ 50% de son chiffre d'affaires avec ses filiales implantées aux Etats-Unis, et environ 46% avec les sociétés européennes du groupe. La quasi-totalité de l'exposition du groupe au risque de devise sur ses opérations commerciales et industrielles concerne la parité EUR/USD.

Afin de limiter ce risque de change, Zodiac poursuit des actions pour augmenter ses flux d'achats en dollars à partir de ses filiales autres que celles localisées aux Etats-Unis. Cette démarche a permis une couverture naturelle d'environ 40% du montant des flux de ventes en dollars des sociétés en dehors des Etats-Unis lors de l'exercice 2015/2016.

L'exposition transactionnelle résiduelle est couverte à partir d'instruments financiers. Au 31 août 2017, les couvertures de change en place portent sur 90% de l'exposition EUR/USD nette de transaction estimée pour 2017/2018 à un taux de 1,0941 \$/€. ¹⁶

Bilan

Le bilan consolidé résumé de Zodiac a évolué comme, suit sur les 5 derniers exercices clos :

Zodiac - Bilan consolidé

En m€	31/08/2013	31/08/2014	31/08/2015	31/08/2016	31/08/2017
Actifs immobilisés	2 472	2 806	3 214	3 167	3 115
Autres actifs non courants	16	15	15	18	18
Actifs non courants	2 488	2 821	3 230	3 186	3 133
Trésorerie et équivalents de trésorerie	157	167	164	269	684
Autres actifs courants	1 685	2 036	2 524	2 618	2 369
Actifs courants	1 842	2 203	2 687	2 886	3 053
Total Actif	4 330	5 025	5 917	6 072	6 186
Capitaux Propres	2 267	2 562	3 004	3 218	3 186
Provisions	165	207	293	314	446
Dette financière	1 001	1 234	1 430	1 326	1 534
Autres éléments de passifs	898	1 022	1 190	1 215	1 020
Total Passif	4 330	5 025	5 917	6 072	6 186

Source : Rapports Annuels Zodiac Aerospace 2013 à 2016, Présentation des résultats FY17 du 30/10/2017, Zodiac

¹⁶ Présentation des résultats FY17 de Zodiac du 30 octobre 2017.



Au 31 août 2017, les actifs non courants (3 133m€) comprennent essentiellement les écarts d'acquisitions (1 915m€), les immobilisations incorporelles (652m€), et les immobilisations corporelles (497m€). Les immobilisations incorporelles sont composées à plus de 70% des frais de développement activés (473m€), engagés essentiellement pour les programmes A350XWB, Gulfstream G8000, Embraer E-Jet, A330 et B777X. 65,3m€ de coûts sont activés en moyenne chaque année sur les 5 derniers exercices.

Le BFR opérationnel est élevé et représente en moyenne à 32% du chiffre d'affaires sur les deux derniers exercices, sans présenter de disparité notable entre les activités *AEROSYSTEMS* et *AIRCRAFT INTERIORS*.

La dette financière comprend notamment :

- un « Club Deal » de 177m€ (libellé en USD) avec une échéance initiale en mars 2021 ;
- un placement de 375m€ provenant d'un « Schuldschein » (placement privé de droit allemand) ;
- 230m€ à travers un placement privé en France.

A noter que ZODIAC a mis en place un instrument hybride le 22 mars 2016 d'un montant de 250m€, dont la durée de vie est illimitée. Le rachat de l'instrument est possible, à la main de la société, à la date anniversaire de la deuxième année de sa mise en place, soit le 22 mars 2018, et ensuite tous les trimestres à la date de paiement des coupons trimestriels. Le montant de coupons est égal au taux Euribor 3 mois de la période majoré d'une marge fixe ajustée en 2018 et 2020. Cet instrument ne donne aucun droit d'accès au capital, mais est néanmoins présenté en capitaux propres dans le bilan de ZODIAC en application de la norme IAS 32.

Les provisions correspondent pour 118m€ aux plans de pension et indemnités de départ à la retraite, ainsi qu'aux compensations éventuelles aux clients en lien avec les relations commerciales (64,7m€), et aux provisions pour garantie (90,9m€).

Nous reviendrons ci-après sur le traitement de ces éléments dans la dette financière nette retraitée que nous avons retenue dans l'évaluation.

2.3. Plan de redressement et de transformation

La forte croissance par acquisition de ZODIAC a conduit historiquement à une agrégation de sites de production (ou *business units*), disposant de l'autorité de conduite de leurs opérations. Le modèle d'organisation du groupe était ainsi particulièrement décentralisé.

Lorsque ZODIAC a connu une forte hausse des activités *AIRCRAFT INTERIORS* (Cabine et Sièges), le groupe a rencontré des problèmes de capacité et de qualité qui n'ont pas pu se résorber rapidement. Cette crise de croissance déjà évoquée a rendu nécessaire la transformation du groupe, et a conduit au lancement du plan « Focus ».

Le plan Focus, lancé au printemps 2015, avait pour premier objectif d'améliorer le reporting opérationnel et d'harmoniser les procédures du groupe (achats, stocks, opérations...). En parallèle, la structure du groupe a été modifiée : de cinq branches, le groupe est passé à trois ; chacune suivant les performances des sites.





Dans le communiqué de presse du 24 février 2016, le groupe ZODIAC indiquait que « *cet effort soutenu de transformation et de redressement industriel s'étalera sur une durée plus longue qu'initialement prévue. Il se traduit à court terme par un maintien des surcoûts de production à un niveau élevé. En parallèle, les activités Aircraft Interiors font face à la montée en cadence de nouveaux programmes, qui n'en sont qu'au début de leur courbe d'expérience.* »

Ce plan avait pour objectif le rétablissement des performances de livraison en termes de délai et de qualité (première étape), et devait permettre un retour à la performance opérationnelle pour fin 2017 (deuxième étape). La troisième étape vise à retrouver les performances financières historiques du groupe d'ici à l'exercice 2019-2020, à travers la résorption des dépenses supplémentaires et surcoûts de productions issus de la crise, et l'amélioration de la contribution financière des nouveaux programmes au fur et à mesure de leur progression dans leurs courbes d'expérience.

2.4. Caractéristiques et perspectives du marché

Deux grands types d'acteurs sont présents dans l'industrie aéronautique et spatiale :

- les constructeurs d'aéronefs, qui conçoivent et assemblent les avions (tels que AIRBUS GROUP, BOEING, DASSAULT AVIATION, EMBRAER ou BOMBARDIER) ;
- les sous-traitants, tels que les équipementiers et les motoristes, dont le rôle consiste à fabriquer des sous-ensembles complets. C'est le cas de SAFRAN (qui a notamment une activité d'équipementier et de motoriste), THALES (qui a une activité d'équipementier), et ZODIAC (équipementier).

La production du secteur satisfait la demande de deux grands groupes de clients :

- l'aérospatiale militaire, où les principaux clients sont les Etats.
- l'aéronautique civile, où les principaux donneurs d'ordres sont les compagnies aériennes, mais aussi les sociétés de location d'avions, et les grandes entreprises privées sur le segment des avions d'affaires.

La forte intensité capitalistique et les importants coûts de R&D font de la construction aéronautique et spatiale un secteur particulièrement concentré. D'autant que la concurrence et l'augmentation des cadences de production des avionneurs contraignent les équipementiers à se regrouper afin d'atteindre une taille critique. Il s'agit aussi d'une réponse des équipementiers au besoin des avionneurs de trouver des partenaires capables d'assumer des développements de sous-systèmes, pouvant assumer un partage de risques.

Parmi les grands acteurs du secteur en France on retrouve :





Principaux acteurs en France dans le secteur

Acteurs	Pays d'origine	CA consolidé (m€ 2016)	Poids dans le secteur en France (m€ 2016)
Avionneurs			
AIRBUS GROUP	Europe	66 581	18 593
DASSAULT AVIATION	France	3 586	3 161
Équipementiers			
SAFRAN ⁽¹⁾	France	16 482	16 066
THALES	France	14 885	3 139
ZODIAC AEROSPACE	France	5 208	1 983
DAHER	France	1 050	860

(1) : le CA Safran est présenté en données consolidées. Il s'élève à 15 781m€ en données ajustées.

Source: Etude Xerfi « L'industrie aéronautique et spatiale » 2017

Aujourd'hui, le marché aéronautique est porté par la hausse en cadence des programmes de production des grands constructeurs d'aéronefs, notamment AIRBUS et BOEING, alors que la demande sur les marchés de l'aviation d'affaires et d'hélicoptères reste encore faible.

Cette hausse de l'aviation commerciale est portée par la croissance du trafic aérien mondial : le nombre de passagers est en constante croissance depuis 2010, avec une hausse de 6,3% en 2016 :

- Le Moyen-Orient et l'Asie-Pacifique sont les deux régions ayant connu les augmentations les plus importantes.
- En Inde et en Chine, la demande a augmenté de, respectivement 20% et 10%.
- L'Europe représente la plus grande partie du trafic mondial (37% en 2015).

Le trafic aérien de fret a connu une croissance de 2,6% en 2016, en profitant de l'amélioration globale de la conjoncture économique internationale.

Concernant le marché servi par ZODIAC, les équipementiers évoluent dans un environnement de plus en plus concurrentiel, affecté par les pressions sur les prix de la part des grands donneurs d'ordres. En effet, « [Airbus], qui tient à rattraper son déficit de rentabilité par rapport à BOEING, exerce une pression très forte sur les équipementiers, notamment sur les fournisseurs associés à l'A320 auxquels il demande une baisse de prix de 10% d'ici 2019 ».¹⁷

Cette pression a poussé les équipementiers à délocaliser leur production dans des pays à plus faible coût de main-d'œuvre. De plus, l'augmentation en cadence des programmes de production des constructeurs représente un challenge important pour les équipementiers, car ils peuvent éprouver des difficultés à répondre à la hausse de la demande, avec des ruptures de production et des retards de livraison, comme la filière aéronautique en a déjà connu en 2015 et début 2016. Les équipementiers ont donc alourdi leurs investissements pour pouvoir répondre à la demande croissante.

Les motoristes ont pris une importance clé dans l'industrie aéronautique¹⁸. En effet, les moteurs représentent près de 25% de la valeur d'un moyen-courrier, et l'amélioration des avions repose en

¹⁷ Xerfi France, « L'industrie aéronautique et spatiale », novembre 2016.

¹⁸ L'évolution récente concerne également la cabine, domaine dans lequel Airbus, en particulier, a investi (source : ZODIAC).



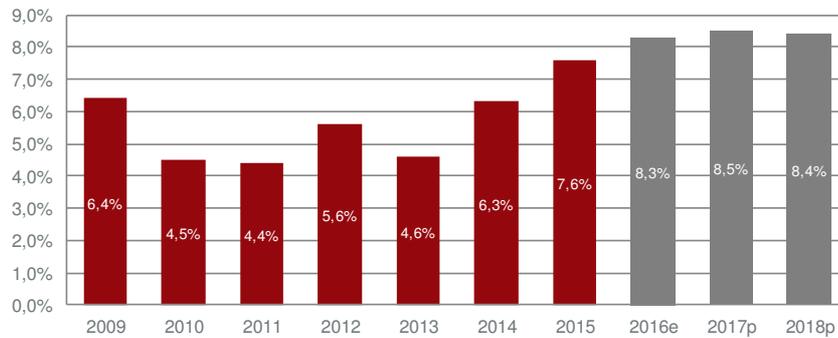
grande partie sur les performances des réacteurs. Pour cette raison, les motoristes ont multiplié leurs efforts d'innovation, n'échappant cependant pas à des problématiques de retard de livraison.

La variation de la parité EUR/USD a des conséquences très importantes pour le secteur, qui réalise une grande partie de son chiffre d'affaires en dollars américains, alors qu'une partie de la base de coûts des acteurs européens est libellée en euros. Ainsi, la baisse de l'euro par rapport au dollar apporte un surcroît de compétitivité à l'export pour le secteur. A ce titre, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar depuis 2015 en raison de la politique monétaire accommodante menée par la Banque Centrale Européenne depuis cette date. Au 4 décembre 2017, l'euro s'établit à 1,1865 \$¹⁹.

Les performances d'exploitation des équipementiers français pourraient reculer légèrement (-0,1 point) en 2018, même s'ils continueront à bénéficier de facteurs favorables, tels que les gains de productivité, la montée en gamme et la hausse des cadences de production.

Taux d'EBE des spécialistes de l'industrie aéronautique et spatiale (équipementiers)

Unité : part en % du chiffre d'affaires des opérateurs



Source : Etude Xerfi « L'industrie aéronautique et spatiale » novembre 2016 et août 2017

¹⁹ Banque de France, 4 décembre 2017.





2.5. Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de ZODIAC, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Positionnement de N°1 ou 2 mondial selon le segment (sièges, cabine...) ce qui permet à ZODIAC d'être un « Price maker » au lieu d'un « Price taker »
- Portefeuille diversifié de clients de premier ordre. Pas de dépendance forte à une société (un seul client représente plus de 10% du CA Groupe en 2016); rotation régulière des 10 plus gros clients
- ZODIAC a historiquement surperformé par rapport à la croissance du trafic aérien
- Importance de l'activité Aftermarket à marge élevée (environ 30% du CA)

Faiblesses

- Une forte croissance historique, insuffisamment maîtrisée sur le plan opérationnel
- Trop nombreux sites industriels liés au développement du groupe par croissance externe
- Les problèmes opérationnels des branches « Sièges » et « Cabine » ont causé des retards de livraison très importants, ce qui a affecté les relations de ZODIAC avec certains avionneurs

Opportunités

- Nouveaux acteurs dans le secteur avionneur commercial: Irkut et Comac
- Croissance globale du trafic aérien
- Besoin en transport aérien dans les pays émergents et renouvellement des flottes d'avions commerciaux en Europe et en Amérique du Nord
- Présence significative sur les nouveaux programmes Irkut, Comac, et aussi le CSeries de BOMBARDIER

Menaces

- Risque de perte de part de marché liée aux effets des problèmes opérationnels et logistiques
- Marché concurrentiel, avec des pressions croissantes sur les prix et un phénomène de concentration accrue ; mais fortes barrières à l'entrée qui limitent les nouveaux entrants
- Volatilité de la parité €/USD: ZODIAC ne bénéficie pas d'une couverture naturelle.



3. Présentation du groupe SAFRAN

3.1. Présentation de la société et du groupe SAFRAN

SAFRAN SA (ci-après « SAFRAN ») est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège est situé 2 boulevard du Général Martial-Valin à Paris (75015).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 562 082 909.

La société clôture ses comptes au 31 décembre.

Au 31 octobre 2017, son capital s'élève à 83 405 917€, et est composé de 417 029 585 actions entièrement libérées. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Eurolist d'Euronext Paris.

La répartition du capital au 31 octobre 2017 se résume comme suit :

Safran - Structure du Capital au 31 octobre 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote (*)	% des droits de vote (*)
Public	319 574 496	76,6%	335 858 438	66,0%
Etat	58 393 131	14,0%	116 786 262	22,9%
Actionnariat salarié et anciens salariés	31 361 190	7,5%	56 331 400	11,1%
Autodétention / Autocontrôle	7 700 768	1,8%	0	0,0%
Total titres	417 029 585	100,0%	508 976 100	100,0%

(*) Droits de vote exerçables

Source: Safran

A noter que Safran a l'intention de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions d'un montant de 2,3md€ sur une durée de 2 ans, portant sur un maximum de 10% des actions composant le capital social et prévoyant un prix maximum d'achat de 95€ par action (cf. section « 1.2.7 Programme de rachat d'actions de Safran » du projet de note d'information).

3.1.1. Historique du groupe SAFRAN

SAFRAN est né de la fusion de SNECMA et SAGEM en mai 2005.

SAFRAN est le motoriste d'aviation le plus ancien au monde, ses origines remontent à 1905 avec la fondation de la société des moteurs GNOME à Gennevilliers, près de Paris.

En 1912, par l'absorption de la société des moteurs LE RHONE, GNOME se transforme en GNOME & RHONE, et devient l'un des premiers fabricants de moteurs d'avions. A l'issue de la Seconde Guerre Mondiale, en 1945 GNOME & RHONE est nationalisée et prend le nom de SNECMA (Société Nationale d'Etude et de Construction de Moteurs d'Aviation). Ce groupe rassemble la plupart des motoristes français (RENAULT, LORRAINE, REGNIER...).



En 1924, la Société d'Applications Générales d'Electricité et de Mécanique (SAGEM) est créée, dont l'activité principale consiste en l'alimentation électrique de centraux téléphoniques.

L'activité de SNECMA et de SAGEM se diversifie dans les années qui suivent au travers de fusions & acquisitions, ainsi que de partenariats. Finalement en 2005, ces deux sociétés fusionnent, et créent le groupe SAFRAN.

3.1.2. Présentation des activités du groupe SAFRAN

SAFRAN est un groupe international de haute technologie, présent dans les secteurs de l'aéronautique, l'espace et la défense ; marchés où il occupe (seul ou en partenariat) des positions de premier rang au niveau mondial ou européen²⁰. Au 31 décembre 2016, le groupe était organisé autour de trois activités, à savoir :

- Propulsion aéronautique et spatiale (9 391m€, 59% du chiffre d'affaires en données ajustées 2016) ;
- Equipements aéronautiques (5 145m€, 33% du chiffre d'affaires en données ajustées 2016) ; et
- Défense (1 238m€, 8% du chiffre d'affaires en données ajustées 2016).

Par ailleurs, les coûts de pilotage et développement, ainsi que les services transversaux fournis à l'ensemble du groupe (finance, juridique, communication, RH...) sont logés dans la holding SAFRAN SA.

Propulsion aéronautique et spatiale

La division Propulsion aéronautique et spatiale est la première source de revenu du groupe, et réalise à elle seule plus de la moitié du chiffre d'affaires consolidé en données ajustées²¹.

Ce segment d'activité regroupe les activités de :

1. fabrication de moteurs d'avions civils (moteurs CFM56 et LEAP pour l'aviation court/moyen-courrier, diverses participations sur les programmes de moteurs à forte puissance, principalement sur des programmes de GE, et le SaM146 pour l'aviation régionale) et militaires (Rafale, Mirage 2000, avion de transport A400M), et de moteurs plasmiques (satellites). SAFRAN offre par ailleurs un service après-vente portant essentiellement sur la vente de pièces de rechange, notamment pour les moteurs civils et militaires.
2. fabrication et vente de turbines d'hélicoptères, ainsi que des services d'après-vente reposant sur des contrats de ventes de pièces de rechange, de services et de réparations.

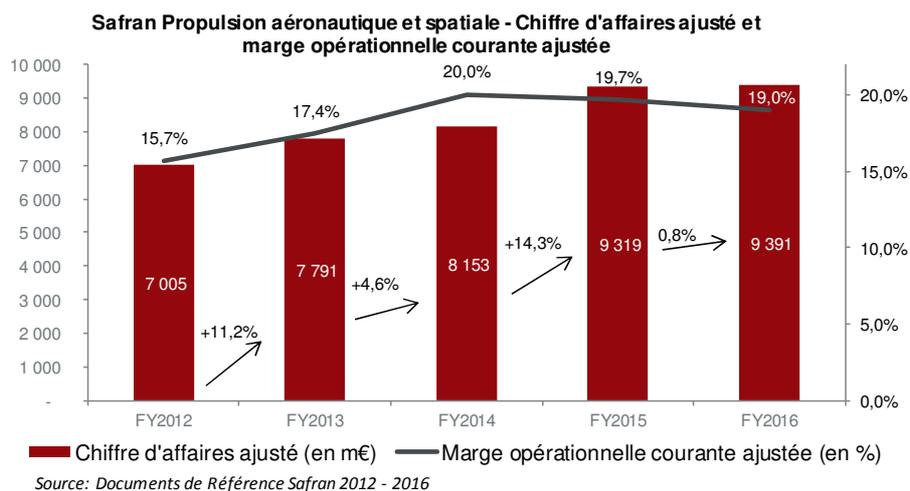
²⁰ SAFRAN était présent aussi dans le domaine de la Sécurité, à travers les systèmes d'identification et de détection, les cartes à puces et les documents électroniques. Au 31 décembre 2016 ces activités étaient destinées à être cédées, elles ne sont donc pas présentées dans le présent rapport (*Source : Document de Référence SAFRAN 2016*).

²¹ Telles que définies au §3.2



Le moteur LEAP, développé au sein de la joint-venture avec GENERAL ELECTRIC²², est le successeur du moteur CFM56, le moteur d'avion le plus vendu au monde. Les premières livraisons commerciales ont eu lieu en 2016, et la transition entre le CFM56 et le LEAP devrait être achevée en 2020.

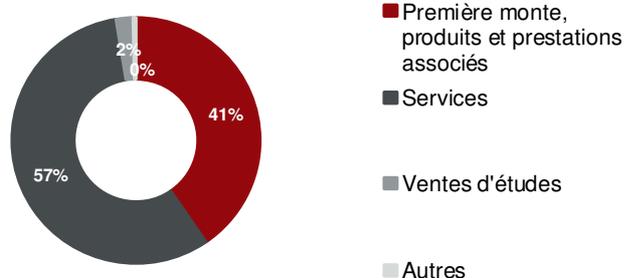
L'activité spatiale est désormais conduite de manière autonome par ARIANEGROUP (AIRBUS SAFRAN LAUNCHERS), joint-venture avec le groupe AIRBUS, mise en place au 30 juin 2016, et consolidée par mise en équivalence.



La rentabilité entre 2014 et 2016 est transitoirement affectée par la montée en cadence des moteurs LEAP, et ses coûts de production plus élevés au début du programme que les coûts attendus à maturité. La marge négative pour les moteurs livrés est retenue à la livraison. De plus, des dépréciations de stock et en-cours sont comptabilisées pour les moteurs en production. SAFRAN exécute son plan de réduction progressive des coûts de production du LEAP avec comme objectif d'atteindre le point mort en termes de marge brute avant la fin de la décennie.

A noter que fin 2016, 57% du chiffre d'affaires provenaient de la vente de services et 41% de la première monte :

**Safran Propulsion aéronautique et spatiale -
Chiffre d'affaires ajusté FY16
par source de revenu**



Source: Documents de Référence Safran 2016

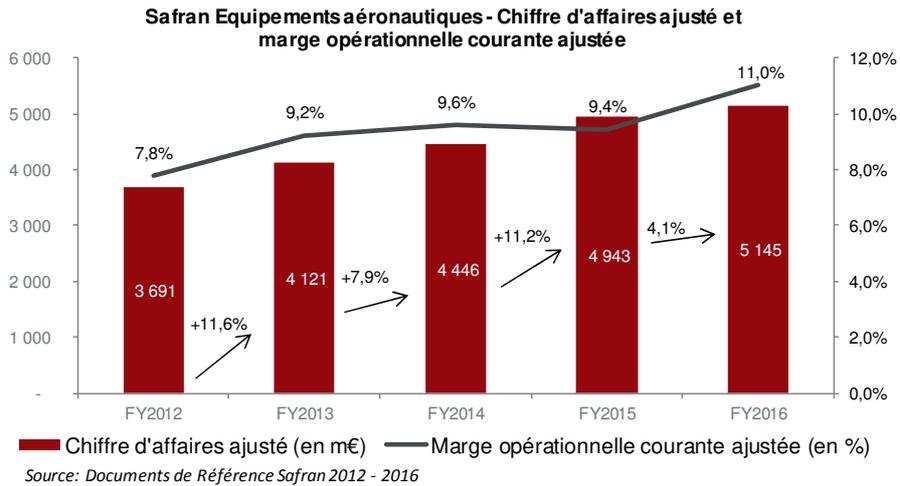
²² CFM INTERNATIONAL, société commune détenue à 50/50 par SAFRAN et GE.



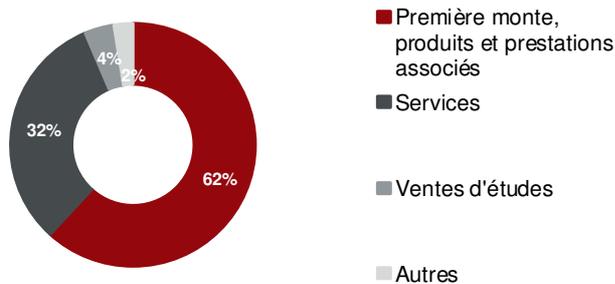


Equipements aéronautiques

Un tiers des revenus consolidés en données ajustées de SAFRAN provient des multiples équipements aéronautiques que le groupe fournit aux avionneurs, qui couvrent les systèmes d'atterrissage et de freinage, les équipements moteurs et les éléments électriques utilisés sur les avions civils et militaires. Il assure également la fabrication des nacelles pour avions civils, l'ensemble support et capot du moteur, et qui intègre généralement l'inverseur de poussée.



Safran Equipements aéronautiques - Chiffre d'affaires ajusté FY16 par source de revenu



Source: Documents de Référence Safran 2016

Le chiffre d'affaires des activités de Services représente 31,8% des ventes en 2016. La marge opérationnelle s'élève à 11%, en augmentation de 160 points de base. La rentabilité s'est améliorée par la hausse des volumes, des activités de services, et par des mesures de réduction de coûts et de gains de productivité.



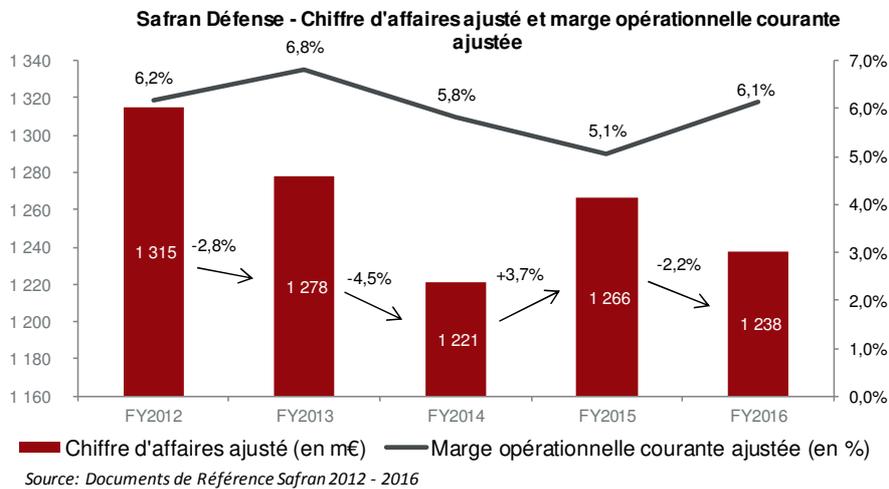
Défense

SAFRAN, au travers de sa filiale SAFRAN ELECTRONICS & DEFENSE, développe et produit des équipements dans les domaines de l'optronique (équipements optroniques et viseurs, drones et optiques de haute performance), de l'avionique (systèmes de navigation inertielle, systèmes de guidage et autres systèmes militaires ou duales), ainsi que de l'électronique et des logiciels critiques pour des applications civiles ou militaires.

L'avionique pèse pour près de la moitié des revenus de l'activité Défense.

Elle propose aux principaux constructeurs mondiaux d'aéronefs militaires (DASSAULT, LOCKHEED MARTIN, SUKHOÏ...) et civils des systèmes permettant, notamment, de calculer la vitesse et l'altitude des appareils.

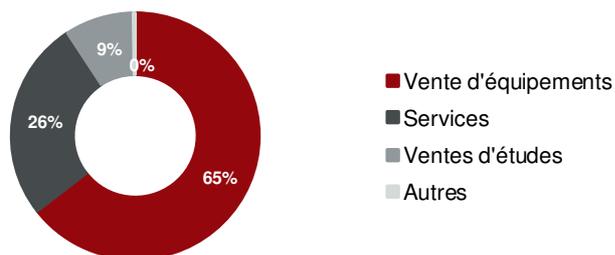
Parmi l'ensemble des activités du groupe, l'activité de SAFRAN ELECTRONICS & DEFENSE est la plus petite, avec un chiffre d'affaires 2016 en données ajustées de 1 238m€.



Le chiffre d'affaires en données ajustées recule de 2% en 2016, en raison de la fin de certains contrats d'optronique qui n'ont pas encore été totalement compensés par la contribution plus importante des contrats conclus en France et à l'export. La marge opérationnelle progresse de 100 points de base entre 2015 et 2016 et ressort à 6,1% du chiffre d'affaires ajusté en 2016.

A noter que fin 2016, 26% du chiffre d'affaires ajusté provenaient de la vente de services, et 65% de la vente d'équipements :

Safran Défense - Chiffre d'affaires ajusté FY16 par source de revenu



Source: Documents de Référence Safran 2016





3.2. Présentation synthétique des données financières du groupe et des activités

Les comptes consolidés des cinq dernières années ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de SAFRAN, les cabinets ERNST & YOUNG et MAZARS.

Pour refléter les performances économiques réelles du groupe et permettre leur comparabilité avec celles de ses concurrents, SAFRAN établit, en complément de ses comptes consolidés, un « *compte de résultat ajusté* », dont les principaux ajustements sont détaillés à la section 2.1.1 de son document de référence²³.

Compte de résultat de SAFRAN (données ajustées)

L'évolution du compte de résultat consolidé de SAFRAN en données ajustées sur les cinq derniers exercices clos, est résumée ci-dessous :

Safran - Compte de résultat ajusté

En m€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Chiffre d'affaires	13 560	14 695	15 355	17 414	15 781
Résultat opérationnel courant	1 471	1 788	2 089	2 432	2 404
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>10,8%</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,2%</i>
Résultat opérationnel	1 421	1 757	1 982	1 734	2 386
Résultat net des activités poursuivies	1 025	1 225	1 313	1 532	1 744
Résultat net part du groupe	999	1 193	1 248	1 482	1 804
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>11,4%</i>

Changement de périmètre entre 2015 et 2016 : reclassement des activités de la branche Sécurité dans "Activités destinées à être cédées".

Source : Documents de Référence Safran 2012 à 2016

L'activité de SAFRAN est globalement en hausse sur les 5 dernières années. Le chiffre d'affaires évolue de 13 560m€ au 31/12/2012 à 15 781m€ au 31/12/2016, et la marge opérationnelle courante passe de 10,8% à 15,2% sur cette période.

La majorité du chiffre d'affaires des activités propulsion et équipements aéronautiques est libellée en dollar US, monnaie qui constitue le référentiel quasi unique du secteur aéronautique civil. L'excédent net annuel des recettes sur les dépenses pour ces activités s'est élevé à 7,5 milliards de dollars US pour 2016. En raison de l'importance des transactions en devises, SAFRAN gère le risque de change en couvrant par des opérations de change à terme fermes et optionnelles les flux commerciaux prévisionnels.

²³ Les ajustements sur le compte de résultat consolidé du groupe concernent essentiellement (i) l'annulation d'éventuel produit de réévaluation de participations antérieurement détenues dans une activité en cas d'acquisition par étapes ou d'apport à une co-entreprise, et (ii) la revalorisation du chiffre d'affaires net des achats en devises au cours couvert ainsi que la neutralisation des variations de juste valeur des instruments dérivés de change.



Au 31/12/2016, le chiffre d'affaires est impacté par deux effets de périmètre importants :

- La mise en équivalence de l'activité de lanceurs spatiaux (ARIANEGROUP, précédemment AIRBUS SAFRAN LAUNCHERS) à compter du 1^{er} juillet 2016 (410m€ de chiffre d'affaires au second semestre 2015) ;
- La cession des activités de la branche Sécurité (MORPHO DETECTION LLC et MORPHO IDENTITY & SECURITY), dont le chiffre d'affaires est présenté en « activités destinées à être cédées » (1,6Md€ de chiffre d'affaire sur l'exercice 2015).

Le résultat net part du groupe est en constante progression sur les 5 dernières années, passant de 999m€ (7,4% de marge) au 31/12/2012 à 1 804m€ (11,4% de marge) au 31/12/2016.

Le profil du groupe a substantiellement changé au regard de ses données historiques, en raison de la croissance (principalement organique) des activités d'aéronautique et de défense, ainsi que de la décision de céder les activités de Sécurité.

Bilan de SAFRAN

Le bilan consolidé résumé de SAFRAN a évolué comme suit, sur les 5 derniers exercices clos :

Safran - Bilan consolidé

En m€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Actifs immobilisés	9 554	10 482	11 884	12 183	10 211
Autres actifs non courants	880	1 265	1 474	2 203	3 936
Actifs non courants	10 434	11 747	13 358	14 386	14 147
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2 193	1 547	1 633	1 845	1 926
Autres actifs courants	10 338	10 404	11 142	12 276	14 985
Actifs courants	12 531	11 951	12 775	14 121	16 911
Total Actif	22 965	23 698	26 133	28 507	31 058
Capitaux Propres	5 997	6 813	6 491	5 893	6 809
Provisions	2 887	2 958	3 329	3 456	3 264
Dette financière	3 175	2 736	3 165	2 628	3 337
Autres éléments de passifs	10 906	11 191	13 148	16 530	17 648
Total Passif	22 965	23 698	26 133	28 507	31 058

Changement de périmètre entre 2015 et 2016 : reclassement des activités de la branche Sécurité dans "Activités destinées à être cédées".

Source : Documents de Référence Safran 2012 à 2016

Les actifs immobilisés comprennent des écarts d'acquisition (1 864m€ au 31 décembre 2016), des immobilisations incorporelles (5 178m€), et des immobilisations corporelles (3 169m€). Les immobilisations incorporelles sont composées à plus de 70% de frais de développement activés (3 722m€).

Les autres actifs non courants comprennent notamment 2 175m€ de participations mises en équivalence (essentiellement ARIANEGROUP pour 1 484m€), et 1 351m€ d'impôts différés actifs.



Les provisions incluent des garanties pour 794m€, et les indemnités de départ à la retraite pour 867m€.

La dette financière nette s'établit à 1 411m€ au 31 décembre 2016, et inclut des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles (« OCEANE ») pour 617m€.

Le 5 janvier 2016, SAFRAN a procédé à l'émission de 7 277 205 OCEANE pour un montant nominal total de 650m€. Ces obligations ne portent pas intérêt, et les porteurs d'obligations bénéficient d'un droit à l'attribution d'actions qu'ils pourront exercer à tout moment à compter de la date d'émission et jusqu'au septième jour de bourse précédant la date de remboursement normal (31 décembre 2020) ou anticipé²⁴, à raison d'une action pour une obligation²⁵.

Il est à noter la vente sur le premier semestre 2017 :

- De MORPHO DETECTION, finalisée le 6 avril 2017, pour une valeur d'entreprise de 710m\$;
- Des activités Identité et Sécurité, finalisée le 31 mai 2017, pour une valeur d'entreprise de 2 425m€.

Le BFR opérationnel s'élève à 4,4% du chiffre d'affaires, et en moyenne à 5,9% sur les 3 derniers exercices.

²⁴ Cet emprunt est assorti d'une option de remboursement anticipé pouvant s'exercer à l'initiative de l'émetteur, si le cours de l'action dépasse 130% du nominal et au gré des porteurs en cas de changement de contrôle.

²⁵ Rapport financier semestriel SAFRAN 2017.



3.3. Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de SAFRAN, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :



Il convient de rappeler que SAFRAN doit réussir son plan de transition CFM56 / LEAP, qui fait l'objet d'un suivi et d'une communication régulière. La dernière communication²⁶, à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2017, précise que la Société est en ligne avec les objectifs de livraison de 450 moteurs LEAP en 2017.

²⁶ Communiqué de presse SAFRAN du 27 octobre 2017.



4. Evaluation des actions de la société ZODIAC

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère des actions de la société ZODIAC.

4.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

4.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 août 2017 s'établit à 3 185,5m€²⁷ pour 280 068 780 actions en circulation au 31 octobre 2017 (après déduction des 12 647 676 actions propres), soit 11,4€ par action. Sur une base totalement diluée, l'actif net comptable consolidé ressortirait à 3 204,2m€²⁸ (après exercice des 1 068 081 options dans la monnaie au prix unitaire moyen de 17,5€), soit une valeur par action de 11,3€, après exercice de 1 483 784 actions gratuites attribuables.

4.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de ZODIAC.

4.1.3. Méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la Direction de la Société et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement, et investissement.

Cette méthode qui valorise une participation minoritaire n'apparaît pas adaptée dans le contexte d'une offre ouverte à tous les actionnaires et visant le contrôle du groupe.

De plus, nous ne jugeons pas utile de recourir à l'actualisation des dividendes en considérant que les résultats aboutiraient à une valeur inférieure à celle obtenue par l'actualisation des flux

²⁷ A noter que le montant de l'actif net comptable au 31 août 2017 de 3 185,5m€ intègre l'emprunt hybride pour un montant de 243m€.

²⁸ Actif net comptable [3 185,5m€] + trésorerie résultant de l'exercice des stock-options [18,7m€] = 3 204,2m€.



prévisionnels de trésorerie (méthode retenue à titre de principale), lesquels flux comprenant implicitement les dividendes futurs.

4.1.4. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Sur les deux dernières années, nous n'avons identifié qu'une seule transaction pouvant être considérée comme comparable en termes d'activité de la cible et de taille de la transaction (Acquéreur : ROCKWELL COLLINS, INC. ; Cible : B/E AEROSPACE, INC. ; Date d'annonce : 23/10/2016). En l'absence d'un échantillon suffisant, nous ne mettons pas en œuvre cette méthode. A titre d'information, cette transaction fait ressortir un multiple de 15,4x l'EBIT du dernier exercice clos.

4.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« DCF ») ;
- l'analyse du cours de bourse de ZODIAC ;
- la valeur standalone induite des notes d'analystes ;

A titre secondaire, nous avons également mis en œuvre la méthode suivante :

- la méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

4.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus d'un business plan à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de ZODIAC.

Nous avons mis en œuvre cette méthode sur la base des flux 2018-2020 issus du Business Plan 2017-2020 de ZODIAC, établi en novembre 2016 et actualisé en avril 2017 par le groupe selon une approche *bottom-up*. Ce Business Plan (« BP ») actualisé a été présenté au Comité d'Audit de ZODIAC du 25 avril 2017. L'année 2018 du Business Plan a été mise à jour avec le Budget FY18 présenté au Conseil de Surveillance du 3 octobre 2017. Par ailleurs, dans le cadre de l'arrêté des comptes au 31 août 2017, la société a intégré dans le Business Plan les tendances constatées à



fin août 2017. Nous avons retenu ces prévisions (ci-après « Prévisions Zodiac ») que nous avons extrapolé sur FY22 afin d'atteindre le flux normatif à l'issue de l'horizon explicite, flux qui tient compte tant du potentiel de développement des activités d'Aftermarket (effet de la flotte installée) que du redressement attendu des parts de marché ZODIAC, notamment sur ses activités Sièges.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) calculé par nos soins.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'extrapolation des Prévisions Zodiac sur la base de ce dernier flux, actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme.

4.2.2. Cours de bourse

Les actions ZODIAC sont cotées sur le compartiment A du marché EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0000125684).

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Pour ZODIAC, ce cours de bourse doit être analysé sur une période comprise entre le 14 mars 2017 (publication des revenus S1 2016/2017 de ZODIAC), et le 23 mai 2017 (veille de l'annonce de l'Offre de SAFRAN). En effet, avant cette période les cours de bourse n'incluent pas l'impact du profit warning du 14 mars 2017, et sont pollués par l'impact de l'annonce de la première offre du 19 janvier 2017. Retenir une analyse du cours de bourse au 23 mai 2017 est donc plutôt favorable à l'actionnaire puisqu'il intègre l'effet de la première annonce, même si le *profit warning* du 14 mars 2017 a fait revenir le cours à son niveau pré 19 janvier 2017.

Néanmoins, nous présentons aussi à titre indicatif, une analyse du cours de bourse avant la première annonce du 19 janvier 2017 permettant une analyse en standalone du titre ZODIAC, sur une période plus longue. Ainsi, l'analyse de la liquidité du titre et de l'évolution du cours de bourse se présentent comme suit, sur les différentes périodes retenues :

Zodiac - Analyse du cours de bourse selon FINEXSI

	Cours (€) ⁽³⁾	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du capital
Spot (23/5/2017)	23,1	326	326	7 530	7 530	0,12 %	0 %	0,17 %	0 %
CMPV 1 mois (au 23/5/2017)	22,4	818	16 350	18 335	366 710	0,29 %	6 %	0,43 %	9 %
CMPV du 15/03 au 23/05	22,8	943	44 311	21 472	1 009 164	0,34 %	16 %	0,49 %	23 %
CMPV 3 mois (au 18/1/2017) ⁽⁴⁾	21,7	666	42 652	14 465	925 752	0,24 %	15 %	0,35 %	23 %
CMPV 6 mois (au 18/1/2017) ⁽⁴⁾	21,2	658	85 525	13 923	1 809 938	0,24 %	31 %	0,35 %	46 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

(3) : CMPV calculés sur les jours calendaires

(4) : CMPV présentés à titre indicatif

Avant la deuxième annonce, le flottant ressort à 68,4% du capital (il était de 68,1% avant la première annonce).

Sur 1 mois (antérieur au 23 mai 2017), le volume d'actions ZODIAC échangé sur EURONEXT est de 16 350 milliers d'actions (soit environ 818 milliers d'actions / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 9%. En considérant ce volume, il faudrait 171 jours pour obtenir une rotation de 50% du capital, et 117 jours pour atteindre une rotation de 50% du flottant.





Si l'on mène notre analyse sur une période de 6 mois avant la date de la première annonce, le volume d'actions échangées sur EURONEXT passe à 85 525 milliers, soit 658 milliers d'actions / jour de cotation et la rotation du capital flottant s'établit à 46% (211 jours et 144 jours sont nécessaires pour atteindre une rotation de 50% du capital et de 50% du flottant respectivement). Nous considérons donc que la liquidité du titre est suffisante pour retenir le cours de bourse comme une référence pertinente.

4.2.3. Valeur *standalone* induite des notes d'analystes

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des notes d'analystes qui mettent en œuvre une évaluation de ZODIAC en *standalone*, c'est-à-dire sans intégrer les effets attendus du rapprochement avec SAFRAN.

Les analystes financiers qui suivent le titre donnent, de façon plus ou moins détaillée, les informations sur les prévisions, et établissent des évaluations multicritères, dans une perspective d'évolution du cours de bourse à un horizon 12/18 mois.

Les titres ZODIAC font l'objet d'un suivi régulier de la part de vingt-trois analystes. Dans ce contexte, nous avons également considéré cette méthode à titre principal.

4.2.4. Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons identifié 5 sociétés dont l'activité et le marché ont été jugés suffisamment comparables à ceux de ZODIAC, et dont les données prévisionnelles étaient disponibles. Nous nous sommes assurés également que les titres des comparables étaient liquides.

Nous avons retenu l'EBIT²⁹, agrégat usuellement examiné et considéré comme l'agrégat le plus pertinent dans le secteur et par la communauté d'analystes suivant le titre de ZODIAC. Cet agrégat a été re-calendarisé au 31 août pour les sociétés comparables retenues pour que les multiples soient calculés à la date de clôture de l'exercice fiscal de ZODIAC. Nous avons appliqué aux EBIT 2018e et 2019e de ZODIAC (estimés sur la base des Prévisions Zodiac) les multiples re-calendarisés observés sur les mêmes périodes pour les sociétés de l'échantillon.

Le multiple d'EBIT a également été retenu dans la mise en œuvre des comparables boursiers pour la valorisation de SAFRAN. Comme indiqué, les analystes suivent principalement cet agrégat EBIT, qui fait l'objet de *guidance* par les sociétés. Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu l'EBITDA comme agrégat de référence.

Compte tenu du faible niveau actuel de rentabilité de ZODIAC au regard de ses performances historiques et des niveaux attendus à horizon 2020, la comparabilité avec des sociétés en régime de croisière doit être appréciée avec prudence. Dans ce contexte, cette méthode est retenue à titre secondaire.

²⁹ L'EBIT de Zodiac correspond à son résultat opérationnel courant.



4.3. Données de référence de la société ZODIAC

4.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 31 octobre 2017 (292 716 456 actions), diminué des actions autocontrôlées (12 647 676 actions) et augmenté :

- des actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites restantes au 31 octobre 2017 (1 483 784 actions) ;
- du nombre d'actions qui résulterait de l'exercice des options dans la monnaie (1 068 081 actions)³⁰.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 282 620 645 actions.

4.3.2. Dette financière nette ajustée au 31 août 2017

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières de ZODIAC, tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés au 31 août 2017.

La dette financière nette ajustée au 31 août 2017 a été déterminée comme suit :

ZODIAC - Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

m€	31/08/2017
Trésorerie	(684)
Dette financière	1 530
Dette financière (trésorerie) nette	847
Emprunt hybride	243
Engagements de retraite, nets d'IS	83
Autres provisions	52
Autres actifs financiers	(104)
Autres ajustements	(15)
Ajustements	259
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	1 106

Sources : Zodiac Aerospace et analyses Finexsi

³⁰ L'impact cash de l'exercice des stock-options est appréhendé dans la dette nette ajustée (§4.3.2).



Hormis les emprunts et dettes financières assimilées, et les disponibilités, qui constituent la dette financière nette et n'appellent pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- l'emprunt hybride pour 243m€, comptabilisé en capitaux propres mais considéré ici comme une dette dans la mesure où il ne donne pas accès au capital et ne peut donc pas être appréhendé au travers d'un calcul de dilution ;
- les provisions pour 135m€, comprenant principalement les provisions pour retraites, pour pénalités de retard, pour litiges sur divers contrats commerciaux et pour pertes à terminaison, ont été retenues pour leurs valeurs comptables, nettes d'impôt, au 31 août 2017 ;
- les autres actifs financiers (-104m€), notamment composés de prêts et d'un compte rémunéré ;
- les autres ajustements (-15m€) comprenant :
 - a. les autres passifs financiers (4m€), correspondant essentiellement aux instruments financiers de couverture (couverture sur le dollar notamment) ;
 - b. les intérêts minoritaires sur la base de leur valeur nette comptable au 31 août 2017 soit 1m€, qui constitue une valeur à minima, et est donc favorable à l'actionnaire de ZODIAC ;
 - c. les participations dans diverses sociétés non consolidées, mises en équivalence (-1m€) ;
 - d. la trésorerie potentielle liée à l'exercice des options dans la monnaie (-19m€), afin d'être cohérent avec le nombre d'actions considéré pour nos calculs.



4.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société ZODIAC

4.4.1. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (méthode principale)

4.4.1.1. *Comparaison historique entre les données prévisionnelles du consensus et les résultats publiés*

Les difficultés opérationnelles rencontrées par ZODIAC affectent les résultats du groupe depuis l'exercice FY14, qui a été marqué notamment par un démarrage lent des nouvelles gammes Sièges et par des difficultés de production dans l'activité Premium Galleys en Allemagne, lesquelles ont entraîné des retards de livraison et un recul du ROC. Ces difficultés indiquaient les prémices d'une crise de croissance qui a eu un impact sur les performances financières et opérationnelles du groupe surtout depuis l'exercice FY15.

Les incertitudes portant sur le montant et la récurrence de ces surcoûts ont limité la visibilité du marché sur les performances financières à venir de la société et par conséquent sa capacité à réaliser des anticipations précises.

Malgré les efforts et les annonces de la Direction de ZODIAC sur le redressement de la performance, les *profit warning* se sont succédé entre 2014 et 2017, ce qui a entraîné un décalage entre les anticipations du marché et les résultats progressivement communiqués par la Société.

Nous avons examiné les évolutions des prévisions d'EBIT³¹ du consensus entre mars 2014 (début de la crise des Sièges) et octobre 2017 (dernière publication financière de Zodiac³²), pour les exercices FY14 à FY19.

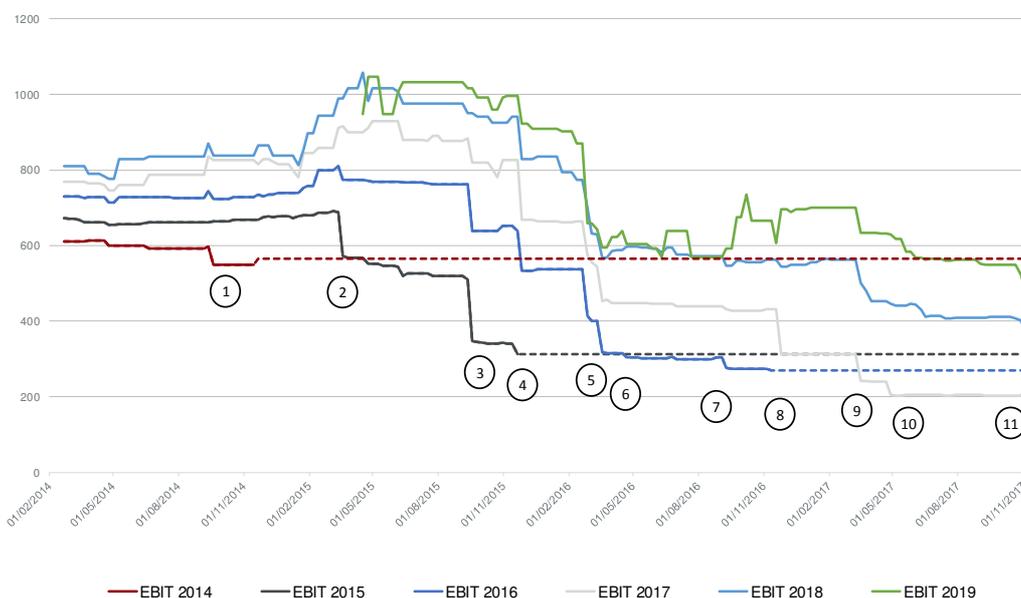
L'objet n'est pas ici de faire une analyse exhaustive de toutes les anticipations d'EBIT de la part d'analystes pouvant appliquer des retraitements et utiliser des parités euro/dollar différentes, mais d'observer les tendances retenues après les publications financières de ZODIAC. Nous identifions ainsi sur la période 11 principales communications financières ayant eu une influence notable sur les prévisions de résultats par les analystes, et que nous avons examinées.

³¹ L'EBIT correspond chez ZODIAC au Résultat Opérationnel Courant (ROC), principal agrégat retenu par la société dans sa communication financière.

³² La publication du 30 octobre 2017 sur les comptes FY17 a confirmé l'atterrissage du ROC à 217,6m€ « dans le haut de l'objectif de 200 – 220m€ pour 2016/2017 ».



Evolution des prévisions du consensus (EBIT), en M€



- ① 16/09/2014: publication du chiffre d'affaires annuels 2013/2014
- ② 19/03/2015: publication du chiffre d'affaires semestriel 2014/2015
- ③ 15/09/2015: publication du chiffre d'affaires annuels 2014/2015
- ④ 24/11/2015: publication des résultats annuels 2014/2015
- ⑤ 24/02/2016: avertissement sur résultats 2015/2016
- ⑥ 15/03/2016: publication du chiffre d'affaires semestriel 2015/2016
- ⑦ 22/11/2016: publication des résultats 2015/2016
- ⑧ 14/03/2017: publication du chiffre d'affaires semestriel 2016/2017
- ⑨ 28/04/2017: publication des résultats semestriels 2016/2017
- ⑩ 14/06/2017: publication du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2016/2017
- ⑪ 30/10/2017: publication des résultats annuels 2016/2017

Il ressort de cette analyse que, d'une part les prévisions de résultat opérationnel de chaque exercice montrent des révisions nettement à la baisse dans le temps, mais que d'autre part, le marché continue d'anticiper des résultats opérationnels en croissance ensuite.

Le dernier communiqué de presse de ZODIAC publié le 30 octobre 2017 sur les comptes annuels FY17, précise que le ROC s'est fortement amélioré sur le second semestre, de même que la génération de trésorerie en raison d'une amélioration du BFR ; le Président du Directoire, Yann DELABRIERE ayant indiqué dans les Echos du 30 octobre 2017 que « *les problèmes de livraison sont réglés. Il n'y a plus d'écart majeur dans les dates de livraison des équipements de cabine et des sièges.* ».

En termes de « perspectives financières », le communiqué du 30 octobre 2017 indique cependant que le chiffre d'affaires 2017/2018 va continuer de baisser, en particulier pour l'activité Sièges.³³

³³ « ...un nouveau recul de l'activité Seats, impactée par les performances opérationnelles passées. ».



En synthèse, si « *la bonne performance réalisée au second semestre [FY17] montre que le redressement industriel et la transformation du Groupe Zodiac Aerospace sont engagés* »³⁴, ce redressement reste à faire et le risque de décalage du calendrier opérationnel de la société demeure. Nous tiendrons compte de cette situation dans l'appréciation des prévisions que nous avons retenues pour l'évaluation de la société.

4.4.1.2. Business Plan et Budget FY18 ZODIAC

Business Plan 2017-2020

Comme précisé au paragraphe §4.2.1, les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du Business Plan 2017-2020 de ZODIAC, présenté au Comité d'audit de ZODIAC du 25 avril 2017. Ce Business Plan a été modélisé sur la base d'un taux de conversion EUR/USD de 1,10, proche du taux de couverture de ZODIAC pour l'exercice FY18.

Le Business Plan a été construit sur une base *stand-alone*, c'est-à-dire sans considération de l'impact du rapprochement avec SAFRAN³⁵, ni prise en compte d'opération de croissance externe sur l'horizon du plan, ou de cession d'actifs significatifs.

Ce Business Plan prévoit que les coûts d'inefficacité industrielle évoqués ci-avant (variances main d'œuvre et matière) soient résorbés progressivement et quasiment supprimés d'ici FY20. Ainsi, le Business Plan est construit sur l'hypothèse structurante que FY20 sera l'année de « *retour à la rentabilité historique* », permettant de délivrer une marge d'EBIT dans les « *mid-double digit* »³⁶.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- un niveau d'activité pour *Cabine* et *Aerosystems* en phase avec les cadences des avionneurs. Ces cadences sont basées sur un consensus au niveau du groupe ZODIAC, et intègrent une prudence par rapport aux cadences communiquées par les avionneurs. Le chiffre d'affaires intègre uniquement des programmes pour lesquels la branche a réalisé le développement (pas de nouveau programme) ;
- une reprise progressive de l'activité Sièges intégrant les difficultés opérationnelles récentes, et la restauration progressive de la relation client, notamment avec BOEING ;
- une croissance significative de l'activité IFE & Connectivité ;
- une résorption progressive à compter de FY18 des surcoûts constatés sur FY16 et FY17 (à commencer par les coûts non récurrents tels que les pénalités de retard), suivant la trajectoire d'amélioration de la performance industrielle et visant un apurement quasi-total à l'horizon FY20 ;
- une croissance des frais généraux supposée inférieure à celle du chiffre d'affaires. La continuité du plan Focus (cf. ci-avant) doit permettre de contenir les frais généraux ;
- un niveau de BFR qui s'améliore sur la durée du plan et qui revient en 2020 à des niveaux historiquement déjà atteint ;
- des investissements sur l'horizon du Business Plan légèrement supérieurs à ceux constatés sur les derniers exercices.

³⁴ Communiqué de presse ZODIAC du 30 octobre 2017.

³⁵ Notamment sans considération des synergies attendues du rapprochement évoquées dans le communiqué de presse commun du 24 mai 2017

³⁶ aux environs de 15%.



En synthèse, sur FY17-20, le Business Plan prévoit une hausse du chiffre d'affaires et de l'EBIT, tirée notamment par (i) la croissance des ventes d'AEROSYSTEMS, et (ii) le retour à profitabilité de Cabine en FY18 (résorption des surcoûts et retournement commercial de plusieurs divisions) et Sièges en FY19 (résorption des surcoûts et développement commercial).

Budget FY18

Le Budget FY18 a été approuvé par le Conseil de Surveillance de ZODIAC le 3 octobre 2017. Les prévisions du Budget, qui prennent en compte l'atterrissage FY17, sont en-dessous des prévisions de l'année FY18 du Business Plan :

- un chiffre d'affaires et un taux de marge d'EBIT légèrement inférieurs au Business Plan, en raison principalement, d'une baisse de parts de marché plus forte qu'attendue sur l'après-vente chez Sièges, ainsi que d'une baisse de l'activité Galleys chez Cabine.
- une amélioration significative du BFR liée à un fort déstockage et une diminution des retards de paiement.

En conséquence, la courbe de reprise se creuse légèrement.

Prévisions ZODIAC utilisées pour nos travaux de valorisation

Comme indiqué ci-avant, dans le cadre de l'arrêté des comptes au 31 août 2017, la société a intégré dans le Business Plan les tendances constatées à fin août 2017. Nous avons retenu ces prévisions (ci-après « Prévisions Zodiac ») pour nos travaux de valorisation.

Ces ajustements, essentiellement (i) la baisse du chiffre d'affaires sur Cabines, notamment à la suite des difficultés rencontrées sur Galleys, et (ii) la perte de part de marché de Sièges, qui devrait se répercuter sur l'après-vente, ont pour effet d'allonger la durée du retournement attendu, et de baisser marginalement le flux normatif.

A l'horizon de ces Prévisions, le niveau de marge d'EBIT correspond à un niveau de marge que ZODIAC a déjà su délivrer par le passé. Néanmoins, compte tenu des difficultés récentes rencontrées et des différents décalages en termes de prévisions (Cf. ci-avant), nous considérons que ces Prévisions Zodiac sont volontaristes, notamment en termes de rythme de retour à un niveau de rentabilité normatif.

Ainsi, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires est d'environ 6% sur 2018-2021. La marge d'EBIT progresse sur 2017-2021, évoluant selon les années entre environ +1pt et +4pts de marge par an. Les investissements qui devraient représenter environ 5% du chiffre d'affaires en 2018, diminuent progressivement pour atteindre environ 3% du chiffre d'affaires en 2021.

Le taux d'IS a été estimé au niveau de chaque Business Unit en intégrant les éventuels reports déficitaires, et le taux qui ressort globalement se situe entre 22% et 30% sur l'horizon des prévisions.

En ce qui concerne le BFR, il s'améliore sur la durée des prévisions pour atteindre en FY20 et FY21 environ 22% du chiffre d'affaires, soit des niveaux déjà atteints historiquement.

On peut relever que le business plan retenu par la Banque Présentatrice sur la base des prévisions du consensus, est plus conservateur que les Prévisions Zodiac.



Dans ce contexte, nous avons retenu pour nos travaux d'évaluation les Prévisions Zodiac :

- (i) qui intègrent le Budget FY18 validé par le Conseil de Surveillance du 3 octobre 2017 et l'impact des dernières informations disponibles sur la trajectoire FY19-FY21 ;
- (ii) en retenant un taux de conversion EUR/USD de 1,18 (contre 1,10 dans le Business Plan d'avril 2017) par référence au taux de conversion moyen sur 1 mois au 4 décembre 2017, proche des prévisions moyen-terme³⁷ ;
- (iii) en l'extrapolant sur FY22, pour atteindre un niveau normatif de rentabilité et de flux de trésorerie à compter de FY23.

Extrapolation FY22

Les principales hypothèses que nous avons retenues pour l'extrapolation sur FY22 sont les suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires limitée au taux de croissance à l'infini, soit 2,0%, pour atteindre le niveau normatif ;
- un niveau de marge opérationnelle supérieure à FY21, tenant compte du plein effet des plans d'économie et du développement commercial de l'Aftermarket ;
- une croissance linéaire de la marge d'EBIT pour atteindre le niveau de rentabilité normatif (mid-double digit) ;
- un niveau d'investissement en fonction du chiffre d'affaires égal au niveau normatif, proche du montant des dotations aux amortissements et provisions ;
- un taux d'IS proche de 28% ;
- un niveau de besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, proche de celui de FY21 ;
- un taux de conversion EUR/USD de 1,18 identique à celui retenu pour la période FY19-FY21.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit par référence à l'année FY22, qui intègre la résorption des surcoûts, ainsi que les pleins effets des plans d'économie et du développement de l'Aftermarket, sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2%. Ce flux est en ligne avec la dernière communication de ZODIAC concernant le niveau de marge normatif d'EBIT (« *mid double digit* »), et est supérieur au niveau de marge constaté en FY22.

Les investissements ont été modélisés à 3,5% du chiffre d'affaires, revenant ainsi aux niveaux historiques, et la dotation aux amortissements a été alignée sur ce niveau en fin de plan.

³⁷ Moyenne des prévisions 2018-2021 sur le taux de conversion EUR/USD : Bloomberg 1,23 au 10 novembre 2017, Oxford Economics 1,20 au 10 novembre 2017, Global Insight 1,20 au 15 octobre 2017 et Business Monitor International 1,15 au 25 octobre 2017 (prévisions les plus récentes disponibles).



Par ailleurs, nous avons retenu :

- un niveau de besoin en fonds de roulement en fonction du chiffre d'affaires égal à celui de FY22 ;
- un taux d'impôt société normatif de 27,9% équivalent à celui de la dernière année des Prévisions Zodiac.

Le flux terminal a été modélisé sur la base d'une parité EUR/USD de 1,22 correspondant à la moyenne des prévisions long terme disponibles (post 2022). Une analyse de sensibilité de la valeur de l'action ZODIAC aux variations de la parité EUR/USD est présentée ci-après.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0% en valeur centrale, en cohérence avec les taux de croissance perpétuels retenus par les analystes qui suivent ZODIAC. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 1,5% et 2,5%.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu le Coût Moyen Pondéré du Capital (ou « CMPC ») pour actualiser les flux de trésorerie futurs, sur la base :

- d'un taux sans risque de 0,66% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 2 ans calculée au 15 septembre 2017 - Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- d'une prime de risque de 6,34% (moyenne 2 ans au 15 septembre 2017 des primes de risque publiées trimestriellement par ASSOCIES EN FINANCE) ;
- d'un bêta égal à la moyenne des bêtas 2 ans désendettés de l'échantillon des sociétés comparables³⁸ à ZODIAC au 30 octobre 2017, à 1,28 ;
- d'un coût de la dette de 2,3%, par référence au coût de l'endettement de ZODIAC à fin FY17 ;
- d'un *gearing* de 16% par référence à la dette financière nette ZODIAC au 31 août 2017³⁹, divisée par la valeur des fonds propres issue du DCF.

Le CMPC ressort ainsi à 8,5%⁴⁰.

En dépit des difficultés liées aux décalages mis en évidence dans les différents *profit warning*, nous n'avons retenu aucune prime de risque spécifique au titre de l'exécution du business plan, ce qui est favorable à l'actionnaire de ZODIAC.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année à compter du 31 août 2017.

³⁸ Cf. échantillon retenu pour la méthode des comparables boursiers (§4.4.4.)

³⁹ Sources : ZODIAC et présentation des résultats ZODIAC FY17 du 30 octobre 2017.

⁴⁰ Nous avons vérifié que les conditions de marché sont restées comparables entre le 30 octobre et le 4 décembre 2017, et retenu le CMPC de 8,5% pour notre évaluation au 4 décembre 2017.



Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 7 549m€, dont 5 933m€ de valeur terminale (soit 79% de la valeur totale).

Compte tenu de la dette financière nette ajustée au 31 août 2017 présentée au paragraphe §4.3.2, le montant des fonds propres part du groupe s'établit à 6 443m€, et la valeur par action à 22,8€.

Les sensibilités de la valeur par action de la société ZODIAC à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point par segment), sont présentées ci-après :

ZODIAC - Sensibilité de la valeur par action au CMPC / Taux de croissance

€			Taux de croissance à l'infini				
			-0,5pt 1,50%	-0,25pt 1,75%	- 2,00%	+0,25pt 2,25%	+0,5pt 2,50%
CMPC	-0,50pt	8,00%	23,5	24,3	25,1	26,0	27,0
	-0,25pt	8,25%	22,4	23,1	23,9	24,7	25,6
	-	8,50%	21,5	22,1	22,8	23,6	24,4
	+0,25pt	8,75%	20,5	21,1	21,8	22,5	23,2
	+0,50pt	9,00%	19,7	20,2	20,8	21,5	22,1

L'analyse de la sensibilité de la valeur par action ZODIAC à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une fourchette de valeur entre 19,7€ et 27,0€, et une fourchette resserrée entre 21,1€ et 24,7€.

Sensibilité de la valeur d'une action ZODIAC à la variation du taux de conversion EUR/USD

Il convient de rappeler que la valeur de l'action ZODIAC est très sensible à la variation du taux de conversion EUR/USD : une variation de + 4 centimes du taux de change du flux terminal aurait un impact de -1,2€ sur la valeur par action ZODIAC.

ZODIAC - Sensibilité de la valeur par action au taux EUR/USD / Taux de croissance

€			Taux de croissance à l'infini				
			-0,5pt 1,50%	-0,25pt 1,75%	- 2,00%	+0,25pt 2,25%	+0,5pt 2,50%
Taux EUR/USD Flux Terminal	1,18	22,5	23,2	24,0	24,8	25,6	
	1,22	21,5	22,1	22,8	23,6	24,4	
	1,26	20,4	21,0	21,6	22,3	23,1	

L'analyse de la sensibilité de la valeur par action ZODIAC à une variation combinée du taux de change EUR/USD et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une fourchette de valeur entre 20,4€ et 25,6€, et une fourchette resserrée entre 21,0€ et 24,8€.

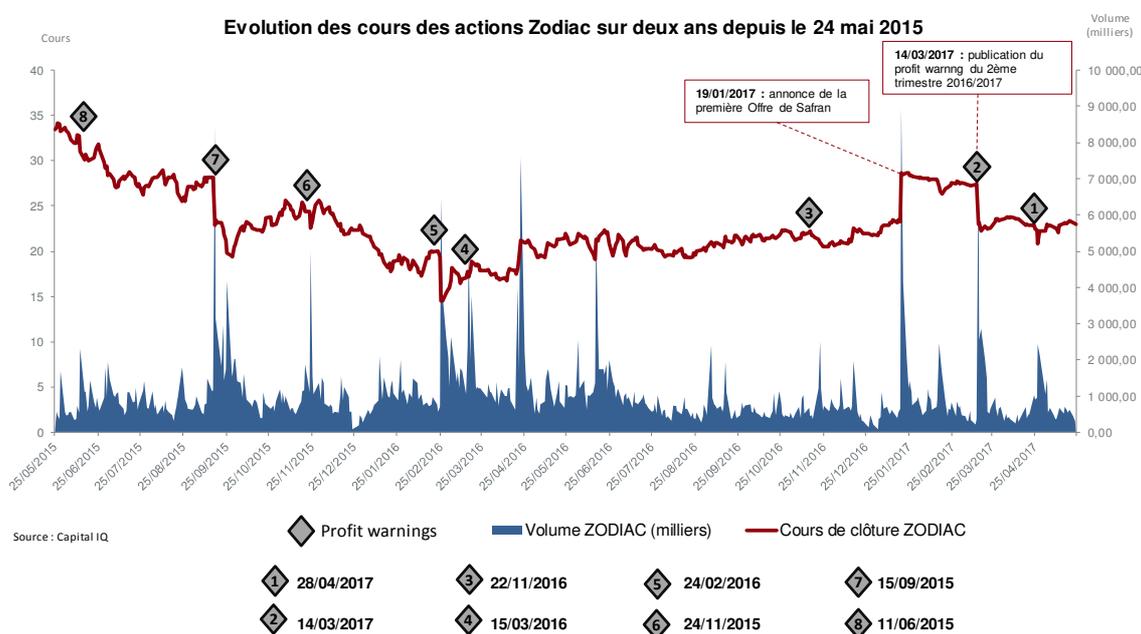
Nous retiendrons à l'issue de ces analyses une fourchette de valeur par action entre 21,0€ et 24,8€.

Pour information, la Banque Présentatrice a mis en œuvre la méthode du DCF sur la base, non pas des prévisions de la société, mais du business plan du consensus⁴¹. Il en résulte, selon ses hypothèses, une fourchette de valeur au 23 mai 2017 de 18,5€ à 23,2€ avec une valeur centrale à 20,6€, et au 4 décembre 2017, présentée à titre illustratif, de 19,3€ à 23,5€ avec une valeur centrale à 21,3€, soit des fourchettes de valeurs inférieures à notre propre fourchette.

⁴¹ Au 23 mai 2017, mis à jour au 4 décembre 2017, à titre illustratif.

4.4.2. La référence au cours de bourse de ZODIAC (méthode principale)

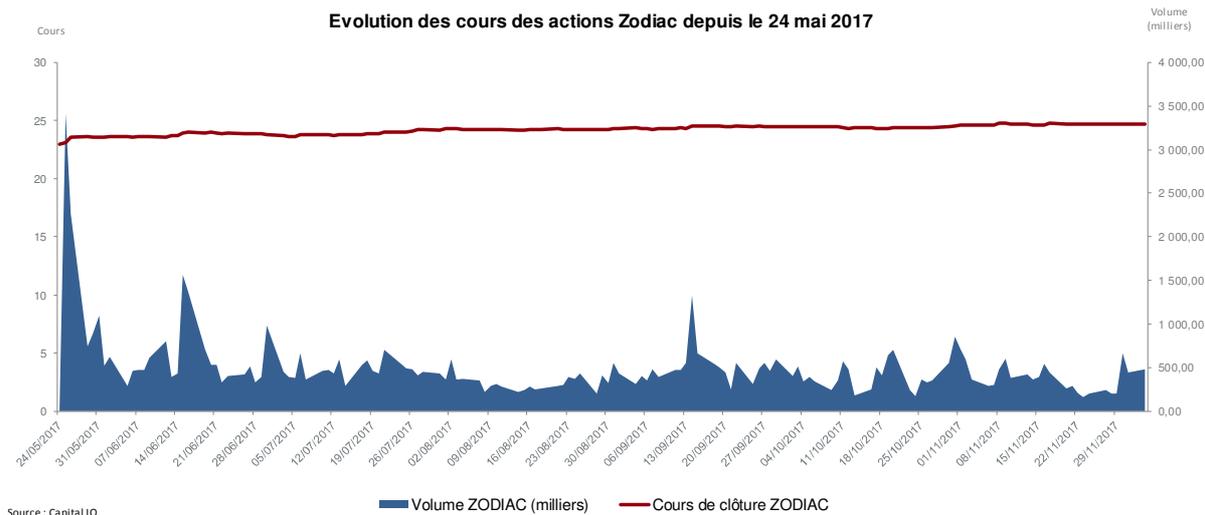
Le cours de bourse de l'action ZODIAC a évolué comme suit, du 24 mai 2015 au 24 mai 2017 :



De manière synthétique, on peut relever que, globalement, le cours suit une tendance baissière depuis 2 ans, notamment impactée par les *profit warnings* de la société sur cette période. Cette tendance a été récemment impactée significativement par deux événements :

1. l'annonce de la première offre de SAFRAN le 19 janvier 2017 (au prix de 29,47€ par action) : augmentation du cours de bourse de 23,31€ le 18 janvier 2017 à un cours maximum de 28,70€ le 23 janvier 2017 ;
2. le *profit warning* du 14 mars 2017 : diminution du cours de bourse de 27,47€ le 14 mars 2017 à un cours de bourse de 22,29€ le 17 mars 2017.

L'évolution du cours depuis l'annonce de l'Offre situe le cours de bourse légèrement en dessous du prix de l'Offre (25€ par action), affichant un cours de clôture entre 23,11€ et 24,78€ sur la période postérieure à l'annonce du 24 mai 2017 jusqu'au 4 décembre 2017.



Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 23 mai 2017 (à titre principal), et au 18 janvier 2017 (à titre indicatif), dernières séances de cotation avant l'Offre et la première annonce respectivement :

Zodiac - Analyse du cours de bourse selon FINEXSI

	Cours (€) ⁽¹⁾	Prime/ décote induites par le prix de l'Offre
Spot (23/5/2017)	23,1	8,4%
CMPV 1 mois (au 23/5/2017)	22,4	11,5%
CMPV du 15/03 au 23/05	22,8	9,8%
CMPV 3 mois (au 18/1/2017) ⁽²⁾	21,7	15,2%
CMPV 6 mois (au 18/1/2017) ⁽²⁾	21,2	18,1%

(1) : CMPV calculés sur les jours calendaires

(2) : CMPV présentés à titre indicatif

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 8,4% par rapport au cours spot du 23 mai 2017 et des primes de 9,8% et de 11,5% par rapport respectivement aux cours moyens pondérés par les volumes sur la période comprise entre le 15 mars 2017 et le 23 mai 2017, et sur la période d'1 mois avant le 23 mai 2017.

Nous retenons une valeur par action ZODIAC entre **22,4€** et **23,1€** correspondant respectivement, au CMPV 1 mois (au 23 mai 2017) et au cours spot à la date de la veille de l'annonce de l'Offre.



4.4.3. Valeur *standalone* induite des notes d'analyste (méthode principale)

Les dernières recommandations des analystes qui suivent le titre ZODIAC (avant l'annonce de l'Offre du 24 mai 2017 et après le *profit warning* du 14 mars 2017) et pour lesquels nous disposons d'une note justifiant l'objectif de cours sont reprises ci-dessous :

Zodiac - Valeur *standalone* induite des notes d'analyste avant annonce de l'Offre et post profit warning

Date	Analyste	Objectif de cours	Valeur <i>standalone</i> induite
04/05/2017	Natixis	26,0 €	23,0 €
03/05/2017	CMCIC	23,0 €	17,4 €
02/05/2017	Société Générale	23,0 €	20,0 €
02/05/2017	Deutsche Bank	26,5 €	20,0 €
02/05/2017	UBS	25,5 €	17,0 €
28/04/2017	Oddo Securities	29,5 €	18,7 €
28/04/2017	JPM	23,0 €	18,5 €
22/03/2017	Morningstar	28,0 €	23,0 €
Moyenne		25,6 €	19,7 €
Médiane		25,8 €	19,4 €
Min (UBS)		23,0 €	17,0 €
Max (Natixis et Morningstar)		29,5 €	23,0 €

Sources : Capital IQ, notes d'analyste.

Les valeurs de l'action ZODIAC induites par les notes d'analyste sont des valeurs en *standalone*. C'est-à-dire qu'elles n'intègrent pas les effets du rapprochement entre SAFRAN et ZODIAC. La valeur moyenne de l'action ZODIAC ressort ainsi à **19,7€**, entre une valeur minimum de **17,0€** (UBS) et une valeur maximum de **23,0€** (NATIXIS et MORNINGSTAR).

Le prix d'Offre (soit 25€ par action) fait ressortir des primes de respectivement 47,1% et 8,7% pour la valeur minimum et la valeur maximum, et de 26,9% par rapport à la valeur moyenne.

Pour information, depuis l'annonce de l'Offre, l'essentiel des analystes ne présente plus de valeur *standalone* de ZODIAC et ont aligné les objectifs de cours sur le prix d'Offre, soit 25€.



4.4.4. Comparables boursiers (méthode secondaire)

Compte tenu des difficultés industrielles actuelles affectant la rentabilité de ZODIAC, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable. Nous avons cependant identifié les sociétés cotées suivantes intervenant dans le secteur aérospatial et présentant une activité similaire à celle des deux segments d'activités de ZODIAC, à savoir :

- **MEGGITT PLC** fabrique des composants et des sous-systèmes pour l'aérospatiale, la défense, l'énergie, et l'industrie générale. Le groupe est présent aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans le reste de l'Europe et à l'échelle internationale. MEGGITT PLC opère au travers de ses cinq branches d'activité, à savoir : MEGGITT AIRCRAFT BRAKING SYSTEMS (systèmes de freinage pour des avions civils et militaires), MEGGITT CONTROL SYSTEMS (systèmes de commande spécialisés en protections thermique et systèmes de contrôle de fluides pour le secteur aéronautique et de l'énergie), MEGGITT POLYMERS & COMPOSITES (polymères et composites pour le secteur aéronautique, militaire et de l'énergie), MEGGITT SENSING SYSTEMS (systèmes de détection, de surveillance,...) et MEGGITT EQUIPMENT GROUP (activités d'actionnement non mécanique, militaire et thermique). La partie correspondant à l'aéronautique civile représente 50,66% du CA ; 34,69% correspond au secteur militaire ; 6,92% au secteur de l'énergie et 7,73% aux autres activités. MEGGITT PLC a été fondée en 1947, et est basée à Christchurch, au Royaume-Uni.
- **COBHAM PLC** offre une gamme de technologies et de services divers aux marchés commerciaux, de défense et de sécurité dans le monde entier. La société exerce ses activités dans quatre secteurs : communication et connectivité, systèmes de mission, solutions électroniques avancées et services de l'aviation. Cette société constitue un des acteurs majeurs de la production d'équipements pour l'aéronautique. COBHAM PLC a été fondée en 1934, et est basée à Wimborne, au Royaume-Uni.
- **ESTERLINE TECHNOLOGIES CORPORATION** fabrique et commercialise des produits et des systèmes d'ingénierie destinés principalement, aux clients de l'aérospatiale et de la défense aux États-Unis et à l'étranger (80% du CA provient de l'aérospatiale/défense ; 20% d'autres industries). La société intervient sur trois segments : Avionics & Controls, Capteurs & Systèmes, et Advanced Materials. ESTERLINE TECHNOLOGIES CORPORATION a été fondée en 1967, et est basée à Bellevue, dans l'Etat de Washington, USA.
- **ROCKWELL COLLINS, INC.** conçoit, produit et entretient les systèmes de communication et d'aviation dans le monde entier pour le marché aéronautique et militaire. La branche d'activité "Systèmes commerciaux" (45,54% du CA 2016 et une marge opérationnelle de 22,2%) offre notamment, des systèmes avioniques intégrés et des systèmes de gestion de cabine. La branche d'activité "Systèmes gouvernementaux" (41,95% du CA 2016 et une marge opérationnelle de 21,6%) fournit des systèmes, des produits et des services liés à la défense. Enfin, la branche des "Services de gestion de l'information" (12,51% du CA 2016 et une marge opérationnelle de 16,3%) offre des services de communication et dessert les compagnies aériennes commerciales, les exploitants d'avions d'affaires, la Federal Aviation Administration des États-Unis, les exploitants d'aéroports et d'infrastructures essentielles ainsi que les chemins de fer de passagers et de marchandises. A noter que le 26 octobre 2016, ROCKWELL a acquis la société américaine B/E AEROSPACE, un des leaders des produits d'intérieur de cabines des avions. ROCKWELL COLLINS, INC. a été fondée en 1933, et est basée à Cedar Rapids, dans l'Etat de l'Iowa, USA.



- **ASTRONICS CORPORATION** est une société américaine qui conçoit et fabrique des produits dans le monde entier pour l'aérospatiale (84,35% du CA 2016, dont 81,56% correspond à l'aéronautique commerciale, 10,22% à l'aéronautique militaire, 4,75% au marché des avions privés et 3,47% à d'autres marchés de l'aéronautique), la défense (6% du CA 2016), et les semi-conducteurs (9,65% du CA 2016). Il opère sur deux segments : l'aérospatiale (84,35% du CA 2016) et les systèmes d'essai (15,65% du CA 2016). Le segment aéronautique offre des systèmes d'éclairage et de sécurité ; des systèmes de production, de distribution et de déplacement d'énergie électrique ; des structures d'aéronefs ; des produits avioniques ; et d'autres produits. Le secteur des systèmes d'essai conçoit, développe, fabrique et entretient des systèmes de l'aérospatiale, des communications et des armes ainsi que des dispositifs de formation et de simulation pour des applications commerciales et militaires. La société fournit également des solutions d'ingénierie, de conception et de certification pour les avions commerciaux, spécialisées dans la connectivité, les divertissements en vol et les systèmes d'alimentation électrique. A savoir qu'une de ses BU, "Seat Motion" produit des pièces pour les sièges des aéronefs.

Les sociétés MEGGIT PLC, COBHAM PLC⁴², ESTERLINE TECHNOLOGIES CORPORATION et ASTRONICS CORPORATION présentent une activité aérospatiale similaire à celle de la branche Aerosystems de ZODIAC. De plus, leur exposition aux marchés américains et européens est comparable à celle de ZODIAC, à l'exception de ASTRONICS CORPORATION qui est plus concentrée aux Etats-Unis.

Enfin, ROCKWELL COLLINS INC. constitue l'un des compétiteurs les plus comparables en termes d'activité avec ZODIAC, notamment après l'acquisition de BE/AEROSPACE (un des principaux concurrents de la branche Aircraft Interiors de ZODIAC).

A noter que le cours de bourse retenu pour déterminer la valeur d'entreprise de chacune des sociétés est la moyenne 3 mois des cours de clôture pondérés par les volumes, calculée au 4 décembre 2017.

⁴² Il faut noter que COBHAM PLC présente des résultats faibles sur l'année 2016, impactés par des éléments extraordinaires et non récurrents (dépréciations, coûts de restructuration extraordinaires, révision de la valeur cumulée de certains actifs et provisions non récurrentes) qui ne sont pas présents dans les prévisions des analystes retenues pour le calcul des multiples.



Les principaux agrégats de ces sociétés comparables sont synthétisés dans le tableau qui suit :

Zodiac - Présentation des sociétés cotées comparables

Echantillon Finexsi (mDevise)	Devise	Capitalisation boursière	EV	Marge EBIT	
				FY18e	FY19e
Meggitt PLC	GBP	3 881	5 058	18,9%	19,1%
Cobham plc	GBP	3 232	4 263	11,0%	12,2%
Esterline Technologies Corporation	USD	2 481	3 104	9,3%	10,6%
Rockwell Collins, Inc.	USD	21 504	23 284	18,9%	19,3%
Astronics Corporation	USD	942	1 073	11,1%	12,3%
Moyenne				13,8%	14,7%
Médiane				11,1%	12,3%

A noter que l'EBIT FY18e et FY19e utilisés pour le calcul des multiples n'intègrent pas forcément les impacts de l'application d'IFRS15 à compter de 2018.

Les multiples d'EBIT FY18 et FY19 ressortent⁴³, après élimination des valeurs extrêmes⁴⁴, dans une fourchette de 13,3x à 14,4x. L'application des multiples médians FY18 et FY19 fait ressortir une fourchette de valeurs par action ZODIAC de **13,7€** à **19,5€**.

Il convient de préciser que les comparables présentent des EBIT prévisionnels plus linéaires que ceux de ZODIAC, dont la marge opérationnelle doit s'améliorer sur les prochains exercices compte tenu de la résorption des surcoûts. Ainsi, l'EBIT FY19e de ZODIAC est en nette progression par rapport à celui de FY18e, ce qui explique l'amplitude de la fourchette de valorisation présentée ci-dessus.

Compte tenu du redressement en cours de ZODIAC, la référence à l'EBIT FY19e est plus représentative ; nous considérons donc que la valeur par action ZODIAC issue de la méthode des multiples se situe plutôt en haut de la fourchette de valorisation retenue, soit 19,5€ par action.

Pour information, l'application des multiples médians d'EBITDA FY18 et FY19 ferait ressortir une fourchette de valeurs par action ZODIAC de 15,0€ et 19,2€.

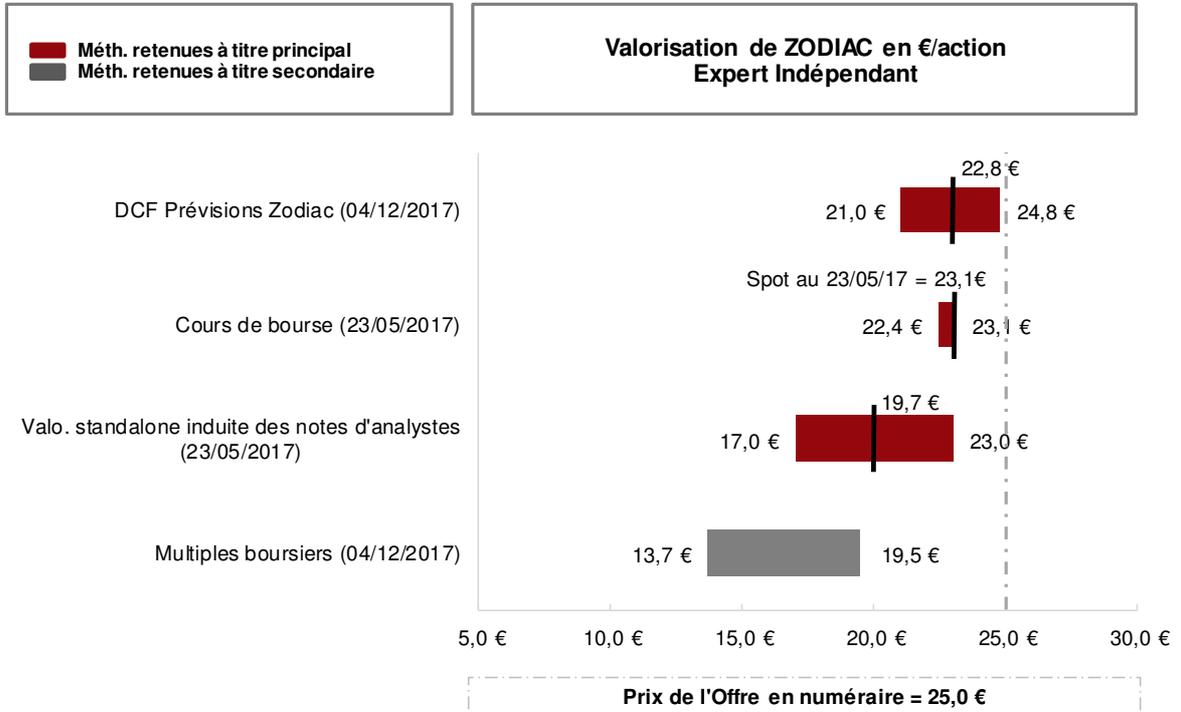
⁴³ Estimation issue de CAPITAL IQ au 4 décembre 2017 ; multiples re-calendarisés au 31 août.

⁴⁴ Notamment les multiples de COBHAM PLC.



4.5. Synthèse de la valorisation de la société ZODIAC

La valeur par action de la société ZODIAC telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation, se présente comme suit en fonction des méthodes mises en œuvre :





5. Evaluation des actions de la société SAFRAN

L'Offre Subsidaire prévoit que les actions ZODIAC apportées soient rémunérées en Actions de Préférence SAFRAN, selon une parité d'échange calculée sur la base du rapport entre un prix de 24€ par action ZODIAC AEROSPACE et la valeur de marché des actions ordinaires SAFRAN calculée sur la base de la moyenne des cours de l'action SAFRAN sur Euronext Paris pondérés par les volumes « *au cours des dix jours de bourse tirés au hasard par huissier de justice parmi les trente jours de bourse précédant le 10^{ème} jour de bourse (non inclus) avant la date de clôture de l'Offre* », et bornée entre 72,36€ et 79,98€ (Cf. section « 2.3.2. Offre Publique d'Echange Subsidaire » du projet de note d'information), faisant ressortir une parité comprise entre 0,300 et 0,332 action de préférence SAFRAN pour une action ZODIAC.

Afin d'apprécier le caractère équitable de cette rémunération, nous avons mené des travaux de valorisation des actions de SAFRAN (cf. §5.4), puis des Actions de Préférence SAFRAN après décote d'incessibilité, compte tenu du caractère inaliénable de ces actions pendant une période de 3 ans (cf. §5.6).

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

Pour les mêmes raisons expliquées dans le paragraphe §4.1.1, nous n'avons pas retenu la méthode de l'actif net comptable.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 30 juin 2017 s'établit à 8 957m€ pour 409 328 817 actions en circulation au 31 octobre 2017, soit 21,9€ par action. Sur une base totalement diluée, l'actif net comptable consolidé par action ressortirait à 21,8€, après exercice de 1 029 905 actions gratuites attribuables.

5.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué n'a pas été considérée dans notre analyse dans la mesure où nous ne disposons pas des éléments nécessaires à sa mise en œuvre.

5.1.3. Méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode a été écartée étant donné que SAFRAN ne communique pas sa politique de dividendes futurs.



5.1.4. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables n'a pas été retenue dans la mesure où nous n'avons identifié aucune transaction récente dont la cible serait complètement comparable à SAFRAN. De plus, les résultats issus de cette méthode intègrent souvent une prime de contrôle (acquisition de 100% de la cible ou d'un bloc majoritaire), ce qui n'est pas pertinent dans l'évaluation des actions de SAFRAN fondée sur une approche minoritaire.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- l'analyse du cours de bourse de SAFRAN ;
- les objectifs de cours de bourse des analystes.

Nous avons également mis en œuvre la méthode analogique fondée sur les comparables boursiers en retenant des multiples par activité. Dans la mesure où cette méthode des comparables a été jugée secondaire pour l'évaluation des actions ZODIAC, nous la retenons également à titre secondaire pour l'évaluation des actions SAFRAN, l'objectif étant ici de comparer des valeurs relatives pour apprécier la parité de l'OPE Subsidaire.

5.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus d'un Business Plan à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de SAFRAN.

Tout comme la Banque Présentatrice, nous n'avons pas eu communication du plan d'affaires de SAFRAN. Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du consensus des analystes financiers qui suivent le titre SAFRAN, couvrant la période 2017 à 2020.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au CMPC, égal à la moyenne des CMPC, présentés par les analystes dans leurs notes et retenus pour leurs valorisations.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du consensus, soit 2020, sur la base de ce dernier flux, considéré comme normatif, actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme.



5.2.2. Cours de bourse

Les actions SAFRAN sont actuellement cotées sur le compartiment A du marché EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0000073272) et éligibles au SDR⁴⁵.

Sur la base des mêmes périodes d'analyse retenues pour ZODIAC ⁴⁶(§4.2.1), les volumes d'actions échangées sur EURONEXT, et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit :

SAFRAN - Analyse du cours de bourse selon FINEXSI

	Cours (€) ⁽³⁾	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du capital
Spot (23/5/2017)	76,2	596	596	45 431	45 431	0,14 %	0 %	0,19 %	0 %
CMPV 1 mois (au 23/5/2017)	76,7	1 007	20 137	77 213	1 544 257	0,24 %	5 %	0,32 %	6 %
CMPV du 15/03 au 23/05	73,4	1 032	48 482	75 732	3 559 396	0,25 %	12 %	0,33 %	16 %
CMPV 3 mois (au 18/1/2017) ⁽⁴⁾	65,1	909	58 159	59 183	3 787 730	0,22 %	14 %	0,32 %	20 %
CMPV 6 mois (au 18/1/2017) ⁽⁴⁾	64,1	876	113 891	56 196	7 305 479	0,21 %	27 %	0,31 %	40 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

(3) : CMPV calculés sur les jours calendaires

(4) : CMPV présentés à titre indicatif

Avant la deuxième annonce, le flottant ressort à 76,4 % du capital, tandis qu'avant la première annonce il est à 70,6 %.

Sur 1 mois (antérieur au 23 mai 2017), le volume d'actions SAFRAN échangé sur EURONEXT est de 20 137 milliers d'actions, soit environ 1 007 milliers d'actions / jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 6%. En considérant ce volume, il faudrait 206 jours pour obtenir une rotation de 50% du capital, et 157 jours pour atteindre 50% du flottant.

Si l'on mène notre analyse sur une période de 6 mois avant la date du première annonce, le volume d'actions échangées sur EURONEXT passe à 113 891 milliers, soit 876 milliers d'actions / jour de cotation, et la rotation du capital et du flottant s'établit respectivement à 27%, et 40% (237 jours et 167 jours nécessaires pour atteindre 50% de la rotation du capital et de la rotation du flottant respectivement).

Sur ces bases, nous considérons que le cours de bourse est une référence pertinente pour évaluer SAFRAN.

5.2.3. Objectifs de cours des analystes

Les titres de SAFRAN font l'objet d'un suivi régulier de la part de nombreux analystes (près de 30). Dans ces conditions, nous avons retenu cette méthode, en isolant les cours cibles intégrant les synergies attendues du rapprochement, pour être homogène avec la méthode retenue pour ZODIAC.

⁴⁵ Service de règlement différé.

⁴⁶ Nous considérons que les événements significatifs impactant le cours de bourse de ZODIAC (première et deuxième annonce de l'Offre et *profit warning* du 14 mars 2017) influent aussi sur les cours de bourse de SAFRAN.



5.2.4. Comparables boursiers

SAFRAN est un acteur diversifié sur le marché de l'aérospatiale, présent dans le secteur des motoristes et des équipementiers :

- propulsion aéronautique et spatiale (secteur motoriste) ;
- équipements aéronautiques (secteur équipementier) et ;
- défense (secteur équipementier).

Chacun des segments d'activité possédant sa propre dynamique, il nous paraît pertinent de les valoriser séparément. Nous avons retenu, pour chacun de ces groupes d'activités, un échantillon de comparables boursiers sur la base de critères tant opérationnels (implantations géographiques, catégories de produits) que financiers (rentabilité et taille). Chaque échantillon comporte 3 comparables.

Nous avons retenu l'EBIT⁴⁷, seul agrégat disponible par groupe d'activité de SAFRAN. Sur la base du business plan du consensus (ci-après « le BP Consensus »), nous avons appliqué aux EBIT estimés pour 2017, 2018 et 2019 de SAFRAN la moyenne pondérée des multiples moyens observés dans l'échantillon de chaque segment sur les mêmes périodes. Ces multiples ont été re-calendarisés au 31 décembre, date de clôture de l'exercice fiscal de SAFRAN. La pondération a été effectuée à partir du poids de l'EBIT par branche.

Le multiple d'EBIT a également été retenu dans la mise en œuvre des comparables boursiers pour la valorisation de ZODIAC. Comme indiqué, les analystes suivent principalement cet agrégat EBIT, qui fait l'objet de *guidance* par les sociétés. Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu l'EBITDA comme agrégat de référence.

5.3. Données de référence de la société SAFRAN

5.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 31 octobre 2017 (417 029 585 actions) diminué des actions d'autocontrôle (7 700 768 actions) et augmenté des actions nouvelles susceptibles d'être émises à raison de l'acquisition définitive d'actions gratuites restantes au 31 octobre 2017 (1 029 905 actions). Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 410 358 722 actions.

Au 30 juin 2017, 7 277 205 OCEANE sont en circulation. Même si le cours de SAFRAN a parfois dépassé la valeur nominale des OCEANE⁴⁸ sur la période récente, le cours moyen pondéré par les volumes 1 mois au 4 décembre 2017 est de 88,31€, soit un niveau inférieur à la valeur nominale des OCEANE. Dans ce contexte, nous avons considéré que les OCEANE ne seraient pas converties et avons tenu compte du montant de la dette liée à ces obligations (617m€ dans les comptes semestriels de SAFRAN au 30 juin 2017) dans la dette financière nette de SAFRAN.

⁴⁷ L'EBIT correspond ici au Résultat Opérationnel Courant de SAFRAN (en données ajustées)

⁴⁸ 89,32€, Rapport financier semestriel SAFRAN 2017.



5.3.2. Dette financière nette ajustée au 30 juin 2017

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières de SAFRAN tels qu'ils figurent dans les comptes semestriels consolidés au 30 juin 2017.

Hormis les emprunts et dettes financières assimilées, les instruments dérivés de taux et les disponibilités, qui constituent la dette financière nette et n'appellent pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- les avances remboursables pour 698m€ ;
- les provisions, comprenant principalement les provisions pour retraites, pour contrats commerciaux et créances long terme, et pour litiges, ont été retenues pour leurs valeurs comptables, nettes d'impôt, au 30 juin 2017, pour un montant total de 847m€ ;
- les autres actifs financiers (-389m€), notamment composés des avances et prêts aux sociétés apparentées non consolidées, correspondant à des avances renouvelables ;
- les autres passifs financiers (152m€) comprenant les dettes sur acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles, et les dettes sur acquisition de titres ;
- les intérêts minoritaires sur la base de leur valeur nette comptable au 30 juin 2017, soit 282m€ ;
- les participations dans diverses sociétés non consolidées (-2 097m€) :
 - a. participations qualifiées de « disponibles à la vente », dont des titres cotés EMBRAER ;
 - b. participations comptabilisées par mises en équivalence, comprenant notamment la participation dans ARIANEGROUP.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée est une position de trésorerie nette ajustée de 2 067m€, comme détaillé ci-dessous :

SAFRAN - Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	
m€	30/06/2017
Passifs financiers portant intérêts	5 220
Juste valeur des instruments dérivés de taux	(29)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	<u>(6 751)</u>
Dette financière (trésorerie) nette	(1 560)
Avances remboursables	698
Engagements de retraite, nets d'IS	617
Autres provisions, nettes d'IS	230
Intérêts minoritaires	282
Participations mises en équivalence	(2 097)
Autres actifs financiers	(389)
Autres passifs financiers	152
Ajustements	(507)
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	(2 067)

Sources : rapport financier semestriel Safran 2017 et analyses Finexsi



5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société SAFRAN

5.4.1. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (méthode principale)

Plan d'affaires du consensus

Nous n'avons pas eu accès à un business plan du management de SAFRAN.

Nous nous sommes donc référés au consensus des analystes en retenant les plans d'affaires issus des dernières notes de l'ensemble des analystes suivant le titre SAFRAN et n'intégrant pas les effets du rapprochement. Ce consensus couvre une période de quatre ans, de 2017 à 2020. Il s'agit des analystes suivants :

SAFRAN - Analystes publiant des prévisions

Analyste	Date de publication
Barclays	30/10/2017
Natixis	30/10/2017
Kepler	27/10/2017
Bank of America	27/10/2017
Crédit Suisse	27/10/2017
Goldman Sachs	27/10/2017
Oddo	27/10/2017
Banco Sabadell (*)	18/10/2017
Deutsche Bank	16/10/2017
Morningstar (*)	28/07/2017
UBS	26/04/2017

(*) Ces analystes ont depuis publié des prévisions plus récentes (Banco Sabadell 23/11/17 et Morningstar 31/10/17) mais qui ne modifient pas significativement la moyenne du consensus.

Les prévisions établies par les analystes, qui traduisent une croissance de l'activité et des marges, n'ont pas appelé de corrections⁴⁹. Nous les présentons dans le tableau ci-dessous :

⁴⁹ A noter que ces prévisions concernent les agrégats ajustés du groupe SAFRAN.



SAFRAN - BP du Consensus

m€	2017e	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	16 426	17 270	18 246	18 755
<i>Croissance (%)</i>	4,1 %	5,1 %	5,6 %	2,8 %
EBITDA	3 281	3 588	3 985	4 280
<i>Marge (%)</i>	20,0 %	20,8 %	21,8 %	22,8 %
EBIT	2 443	2 716	3 008	3 276
<i>Marge (%)</i>	14,9 %	15,7 %	16,5 %	17,5 %
Variation du BFR	(187)	(238)	(132)	(43)
<i>En % de la var. du chiffre d'affaires</i>	(29,0)%	(28,2)%	(13,5)%	(8,5)%
Investissements	(1 270)	(1 174)	(1 143)	(1 081)
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	(7,7)%	(6,8)%	(6,3)%	(5,8)%

Sources : Consensus de l'ensemble des analystes

Le chiffre d'affaires passe de 16 426m€ en 2017e à 18 755m€ en 2020e, soit une croissance organique annuelle de 4,5% en moyenne sur la période, portée par l'Aftermarket sur le segment Propulsion et la transition réussie du moteur LEAP. A noter que le chiffre d'affaires du groupe SAFRAN à fin septembre 2017 est en croissance de 5,1%, sur une base organique, par rapport aux 9 premiers mois de l'exercice 2016⁵⁰.

La marge d'EBIT progresse de 14,9% en 2017e à 17,5% en 2020e, soit une amélioration de 2,6 pts.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit par référence à l'année 2020 du consensus des analystes, considérée comme année normative notamment en termes de montée en cadence du LEAP / transition avec le CFM56, et sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2,0% et d'une marge d'EBIT de 17,5%, correspondant à la marge d'EBIT 2020 du BP Consensus.

De la même manière, les investissements ont été modélisés à 5,8% du chiffre d'affaires, taux constaté sur la dernière année du BP Consensus (2020). La dotation aux amortissements a été alignée sur ce niveau en fin de plan.

Par ailleurs, nous avons retenu :

- un niveau de variation du besoin en fonds de roulement proche de celui de 2020 ;
- un impôt société normatif de l'ordre de 26,0% de l'EBIT, égal à la moyenne des taux effectifs annuels SAFRAN sur les exercices FY14, FY15 et FY16.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0% en valeur centrale, en cohérence avec le taux de croissance perpétuel retenu dans notre évaluation de ZODIAC. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 1,5% et 2,5%.

⁵⁰ Communiqué de presse SAFRAN du 27/10/2017





Taux d'actualisation

Comme indiqué précédemment, et s'agissant de l'actualisation de flux issus du BP Consensus des analystes, il est apparu pertinent de retenir la moyenne des CMPC correspondants publiés par les analystes, soit 8,2%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs.

Le CMPC SAFRAN a ainsi été retenu à 8,2%.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année à compter du 30 juin 2017.

Sur ces bases, la valeur par action de SAFRAN s'établit à 90,5€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 pt à +0,5 pt) et le taux de croissance (entre 1,5% et 2,5%), sont présentées ci-après :

SAFRAN - Sensibilité de la valeur par action au CMPC / Taux de croissance

€			Taux de croissance à l'infini				
			-0,50pt 1,50%	-0,25pt 1,75%	- 2,00%	+0,25pt 2,25%	+0,50pt 2,50%
CMPC	-0,50pt	7,70%	91,7	94,9	98,4	102,1	106,3
	-0,25pt	7,95%	88,2	91,1	94,3	97,7	101,4
	-	8,20%	85,0	87,6	90,5	93,7	97,1
	+0,25pt	8,45%	82,0	84,4	87,1	89,9	93,0
	+0,50pt	8,70%	79,2	81,4	83,9	86,5	89,3

L'analyse de la sensibilité de la valeur par action SAFRAN à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une fourchette de valeur entre 79,2€ et 106,3€, et une fourchette resserrée entre 84,4€ et 97,7€.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur par action entre **84,4€** et **97,7€**.



5.4.2. La référence au cours de bourse de SAFRAN (méthode principale)

L'évolution du cours de bourse de SAFRAN sur deux ans depuis le 24 mai 2015 jusqu'au 24 mai 2017 est présentée dans le graphique ci-dessous :



Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 23 mai 2017 (veille de l'annonce de l'Offre) et au 18 janvier 2017 (veille de la première annonce) :

SAFRAN - Analyse du cours de bourse selon FINEXSI

	Cours (€) ⁽¹⁾
Spot (23/5/2017)	76,2
CMPV 1 mois (au 23/5/2017)	76,7
CMPV du 15/03 au 23/05	73,4
CMPV 3 mois (au 18/1/2017) ⁽²⁾	65,1
CMPV 6 mois (au 18/1/2017) ⁽²⁾	64,1

(1) : CMPV calculés sur les jours calendaires

(2) : CMPV présentés à titre indicatif

Nous retenons une valeur par action SAFRAN entre **73,4€** et **76,7€** correspondant respectivement au CMPV sur la période comprise entre le 15 mars 2017 (lendemain du *profit warning* de ZODIAC), et le 23 mai 2017 (veille de l'annonce de l'Offre) ; et au CMPV 1 mois au 23 mai 2017.

Il est à noter que le cours de SAFRAN a fortement progressé depuis le 23 mai 2017 pour atteindre 89,13€⁵¹ en clôture du 4 décembre 2017. Les CMPV 1 mois et 3 mois au 4 décembre 2017 s'élèvent à respectivement 88,31€ et 86,97€. Nous retenons ces cours moyens, à titre d'information, car ils sont notamment affectés par l'annonce de l'Opération.

⁵¹ Pour information, le CAC40 n'a progressé que de +0,9% entre le 24 mai 2017 et le 4 décembre 2017.



5.4.3. Objectifs de cours de bourse des analystes (méthode principale)

Dans notre analyse, nous avons retenu les dernières notes des analystes suivant le titre de SAFRAN, publiées sur une période comprise entre le 25 avril 2017 (date de publication du chiffre d'affaires du premier trimestre de l'année fiscale 2017) et le 23 mai 2017 (veille de l'annonce de l'Offre). Nous n'avons retenu que les notes menant une évaluation de SAFRAN sur une base *Standalone*, c'est-à-dire sans inclure la probabilité de réalisation de l'opération avec ZODIAC.

L'échantillon d'analystes retenu se présente comme suit :

Safran - Objectifs de cours des analystes post publication du CA du 1T 2017 et avant l'Offre

Date	Analyste	Objectif de cours <i>standalone</i>
16/05/2017	Investec	60,0 €
11/05/2017	Kepler Cheuvreux	79,0 €
28/04/2017	Jefferies	62,5 €
26/04/2017	Oddo	75,0 €
26/04/2017	Bank of America	78,0 €
25/04/2017	Barclays	65,0 €
Moyenne		69,9 €
Médiane		70,0 €
Min (Investec)		60,0 €
Max (Kepler Cheuvreux)		79,0 €

Sources : Capital IQ, notes d'analyste.

L'analyse de l'échantillon extériorise un objectif de cours minimum et maximum de respectivement 60€ et 79€, et un cours moyen de **69,9€**.

Nous retenons donc une valeur par action SAFRAN comprise entre **60,0€** et **79,0€**.

Pour information, les dernières notes des analystes publiées à fin octobre 2017 extériorisent un objectif de cours minimum et maximum de respectivement 66,7€ et 105€, et un cours moyen de 87,8€.



5.4.4. Comparables boursiers (méthode secondaire)

Les comparables retenus pour les différents segments sont présentés ci-dessous :

Propulsion Aéronautique et Spatiale

- **ROLLS-ROYCE HOLDING⁵² PLC** est une société d'ingénierie qui développe, fabrique, commercialise et vend des systèmes d'énergie et de propulsion au Royaume-Uni et à l'international. La société opère dans les secteurs civil et aérospatiale (47% du CA FY16), défense aérospatiale (14,7% du CA FY16), systèmes électriques (17,7% du CA FY16), marins (7,4% du CA FY16) et nucléaires (5,2% du CA FY16). Le secteur de l'aéronautique civil fournit des moteurs d'avion et d'hélicoptères, ainsi que des services d'après-vente, aux compagnies aériennes et à l'aviation d'affaires. ROLLS-ROYCE HOLDING PLC a été fondée en 1971, et a son siège social à Londres, au Royaume-Uni.
- **MTU AERO ENGINES AG** fabrique des moteurs, modules et composants commerciaux et militaires en Allemagne et en Europe, en Amérique du Nord, en Asie et à l'international. Il fonctionne à travers deux segments : entreprise de fabrication d'équipement d'origine ; et maintenance, réparation et révision. MTU AERO ENGINES AG a été fondée en 1913, et a son siège social à Munich, en Allemagne.
- **AEROJET ROCKETDYNE HOLDINGS, INC.** conçoit, développe, fabrique et vend des produits et des systèmes aérospatiaux et de défense aux États-Unis. La société opère dans deux secteurs, l'aéronautique et la défense (99,6% du CA 2016) et l'immobilier (0,4% du CA 2016). Le secteur de l'aéronautique et de la défense propose des produits et des systèmes pour le gouvernement américain. Ce segment fournit notamment des systèmes de propulsion. AEROJET ROCKETDYNE HOLDINGS, INC. a été fondée en 1915 et a son siège à El Segundo, en Californie, USA.

Il faut noter que, malgré une différence non négligeable de marge de rentabilité entre la branche « Propulsion Aéronautique et Spatiale » de SAFRAN et les comparables ci-dessus exposés (taux de marge EBIT moyen de l'échantillon de 5% contre 19% pour la branche de SAFRAN⁵³), nous considérons qu'en terme d'activité ces trois sociétés sont très comparables. En effet, elles font partie des principaux compétiteurs de la branche « Propulsion Aéronautique et Spatiale ».

A titre d'information, nous avons exclu la société UNITED TECHNOLOGIES CORPORATION (incluant la société PRATT & WHITNEY, l'un des principaux concurrents de la branche « Propulsion Aéronautique et Spatiale »). Son activité est en effet très diversifiée, et seulement 26% du chiffre d'affaires 2016 concernent l'activité de systèmes de propulsion.

⁵² Il faut noter que ROLLS-ROYCE présente des résultats faibles sur l'année 2016, impactés par des éléments extraordinaires et non récurrents (dépréciations, coûts de restructuration extraordinaires, révision de la valeur cumulée de certains actifs et provisions non récurrentes) qui ne sont pas présents dans les prévisions des analystes retenues pour le calcul des multiples.

⁵³ La marge d'EBIT correspondant à celle de la dernière année fiscale clôturée de chaque société.



Equipements Aéronautiques

- **MEGGITT PLC** fabrique des composants et des sous-systèmes pour l'aérospatiale, la défense, l'énergie et l'industrie, au Royaume-Uni, en Europe, aux États-Unis et à l'échelle internationale. Une description plus détaillée de ce comparable est présentée au §4.4.1.3. ci-avant.
- **ASTRONICS CORPORATION** conçoit et fabrique des produits pour l'aérospatiale, la défense et les semi-conducteurs dans le monde entier. Une description plus détaillée de ce comparable est présentée au §4.4.1.3 ci-avant.
- **TRIUMPH GROUP, INC.** produit et vend des structures, des composants, des accessoires, des sous-ensembles et des systèmes pour les avions dans le monde entier. La société opère dans quatre segments : les systèmes intégrés (28,4% du CA FY17), les structures aérospatiales (35,4% du CA FY17), les composants de précision (27% du CA FY17), et le support produit (9,2% du CA FY17). La société travaille pour l'industrie de l'aviation, y compris les fabricants, ainsi que les compagnies aériennes commerciales et régionales et les transporteurs de fret aérien. TRIUMPH GROUP, INC. a été fondée en 1993, et a son siège social à Berwyn, en Pennsylvanie, USA.

Cet échantillon est formé par des sociétés avec une rentabilité proche de celle de la branche « Equipements Aéronautiques » de SAFRAN (12% de taux de marge EBIT moyen de l'échantillon contre 11% pour la branche de SAFRAN⁵⁴). Par ailleurs, ces sociétés présentent une activité qui dans l'ensemble, est comparable à celle de la branche.

A titre d'information, nous avons exclu de l'échantillon les sociétés MOOG INC., ESTERLINE TECHNOLOGIES CORPORATION et CURTIS-WRIGHT CORPORATION. En effet, MOOG INC. et CURTIS-WRIGHT CORPORATION, en dépit d'avoir une activité aéronautique équipementier considérable, ne sont pas complètement similaires en termes de produits et services proposés, à ceux de la branche « Equipements Aéronautiques » de SAFRAN. Enfin, ESTERLINE TECHNOLOGIES CORPORATION n'a pas été retenue car les analystes ne proposent pas d'agrégats prévisionnels pour 2020, estimations qui sont nécessaires pour l'exercice de re-calendarisation des multiples que nous avons mené dans notre analyse.

Défense

- **BAE SYSTEMS PLC** est une entreprise présente dans le secteur de la défense, de l'aérospatiale et de la sécurité dans le monde entier. Elle comporte les divisions suivantes : ELECTRONIC SYSTEMS (17,7% du CA 2016), CYBER & INTELLIGENCE (9,6% du CA 2016), PLATFORMS & SERVICES US (15% du CA 2016), PLATFORMS & SERVICES UK (41,4% du CA 2016) et PLATFORMS & SERVICES INTERNATIONAL (16,3% du CA 2016). BAE SYSTEMS PLC a été constituée en 1979 et a son siège social à Londres, au Royaume-Uni.
- **THALES S.A.** propose diverses solutions aux clients des secteurs de l'aéronautique, de l'espace, de la défense, de la sécurité et des transports (ferroviaire). La société exerce ses activités au travers de trois branches principales et d'une branche d'autres services divers : l'aérospatiale (39,05% du CA 2016), le transport (10,76% du CA 2016), la défense & sécurité (49,60% du CA 2016), et autres services divers (0,5% du CA 2016). THALES S.A. a été fondée en 1893, et a son siège social à Paris, en France.

⁵⁴ Marge EBIT correspondant à celle de la dernière année fiscale clôturée de chaque société.

- **LEONARDO S.P.A.** exerce son activité en Italie, au Royaume-Uni, en Europe, en Amérique du Nord, et à l'étranger à travers les segments suivants : hélicoptères (29% du CA 2016) ; systèmes de défense, de sécurité et de l'électronique (43,5% du CA 2016) ; aéronautique (24,9% du CA 2016) ; et autres (2,6% du CA 2016). LEONARDO S.P.A. a été fondée en 1948, et a son siège social à Rome, en Italie.

Les sociétés retenues en tant que comparables pour la branche « Défense » de SAFRAN présentent une rentabilité similaire à celle de cette branche (8% de taux de marge EBIT moyen de l'échantillon contre 6% pour la branche « Défense » de SAFRAN⁵⁵). De plus, elles font partie des plus importants compétiteurs de la branche, et notamment des activités « optronique » et « avionique ».

A noter que le cours de bourse retenu pour déterminer la valeur d'entreprise de chacune des sociétés est la moyenne 3 mois des cours de clôture pondérés par les volumes, effectuée au 4 décembre 2017.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes⁵⁶ pour 2017, 2018 et 2019 (multiples re-calendarisés au 31 décembre) :

SAFRAN - SOTP sur les multiples d'EBIT des comparables boursiers

m€	xEBIT 2017e	xEBIT 2018e	xEBIT 2019e
Propulsion Aéronautique et Spatiale	17,1	15,6	14,5
<i>Rolls-Royce Holdings plc</i>	17,9	16,1	15,2
<i>MTU Aero Engines AG</i>	12,6	11,9	11,3
<i>Aerojet Rocketdyne Holdings, Inc.</i>	20,8	18,7	17,1
Equipements Aéronautiques	14,4	12,5	11,2
<i>Meggitt PLC</i>	12,7	12,6	11,7
<i>Astronics Corporation</i>	18,7	13,0	11,8
<i>Triumph Group, Inc.</i>	11,9	12,1	10,0
Defense	10,9	10,0	9,2
<i>BAE Systems plc</i>	10,2	9,9	9,4
<i>Thales S.A.</i>	11,5	10,3	9,4
<i>Leonardo S.p.a.</i>	11,1	9,8	8,9
Multiple pondéré	16,2	14,5	13,4

A noter que l'EBIT FY18e et FY19e utilisés pour le calcul des multiples n'intègrent pas forcément les impacts de l'application d'IFRS15 à compter de 2018.

En appliquant la moyenne pondérée de ces multiples aux estimations d'EBIT sur les années 2017, 2018 et 2019 issues du BP Consensus⁵⁷, la valeur d'une action SAFRAN ressort entre **101,3€** et **103,5€**.

Pour information, l'application des multiples médians d'EBITDA FY17, FY18 et FY19 ferait ressortir une fourchette de valeurs par action SAFRAN de 86,1€ et 90,0€.

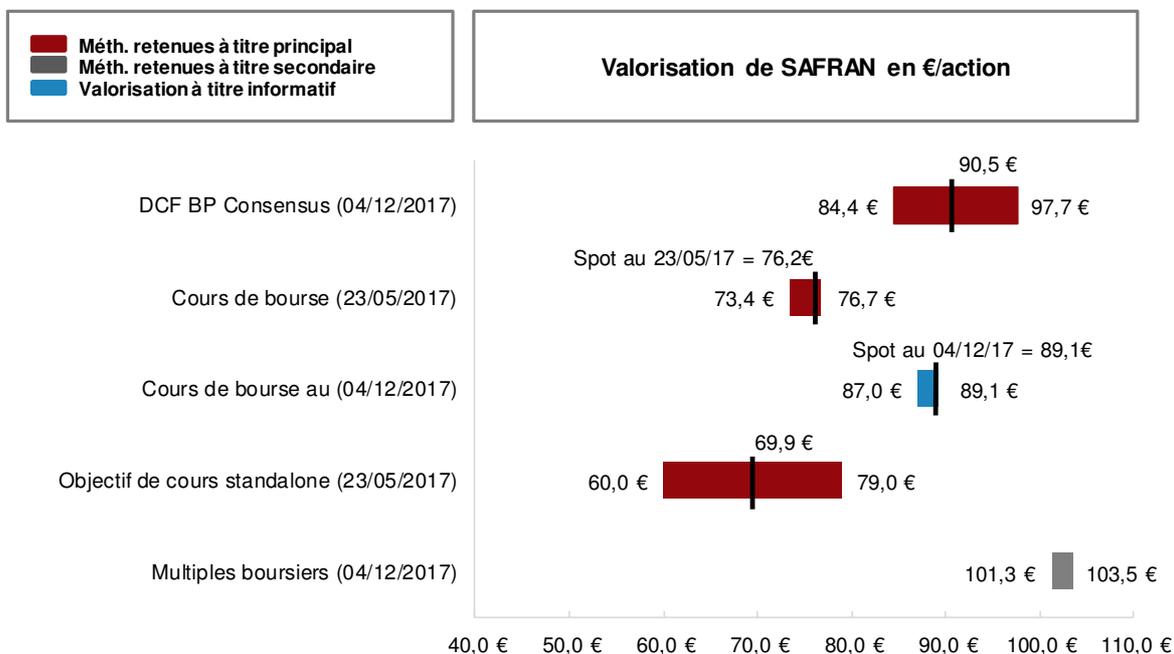
⁵⁵ *Ibid.*

⁵⁶ Estimation issue de CAPITAL IQ au 4 décembre 2017.

⁵⁷ Soit respectivement 2 443m€, 2 716m€ et 3 008m€

5.5. Synthèse de la valorisation de SAFRAN

La valeur par action de la société SAFRAN telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation, se présente comme suit en fonction des méthodes mises en œuvre :



5.6. Evaluation de l'Action de Préférence SAFRAN

Après avoir brièvement rappelé les termes de l'OPE Subsidaire, nous estimerons la décote d'incessibilité qu'il convient de retenir pour évaluer les Actions de Préférence SAFRAN qui seront échangées contre des actions ZODIAC apportées à l'Offre Subsidaire.

5.6.1. Rappel des termes de l'Offre Subsidaire

L'Offre est constituée à titre principal d'une OPA, assortie à titre subsidiaire d'une OPE plafonnée.

Les termes principaux de l'OPE Subsidaire sont les suivants :

Les actionnaires de ZODIAC pourront échanger leurs actions ZODIAC contre des Actions de Préférence SAFRAN. Ces Actions de Préférence procurent à leur porteur les mêmes droits (droits au dividende ou droits de vote) qu'aux actionnaires ordinaires, mais sont inaliénables pendant une durée de 3 années à compter de leur émission.



La parité d'échange est encadrée dans une fourchette allant de 0,300 à 0,332 Action de Préférence SAFRAN pour une action ZODIAC apportée à l'Offre. Cette parité sera définie en fonction d'une valeur de l'action ZODIAC de 24,0€, et d'un Cours de Référence de SAFRAN égal à la moyenne de 10 cours quotidiens⁵⁸, tirés au hasard parmi les 30 séances, précédant le 10^{ème} jour précédant l'ouverture de l'Offre :

- a. si le Cours de Référence est inférieur à 72,36€, la parité est fixée à 0,332 ;
- b. si le Cours de Référence est supérieur à 79,98€, la parité est fixée à 0,300 ;
- c. entre ces bornes, la parité est fixée par le rapport entre 24,0€ et le Cours de Référence ;
- d. la parité serait ajustée en cas de distribution de dividende par ZODIAC.

Pour mémoire, l'Offre Subsidaire est plafonnée à 88 847 828 actions ZODIAC, soit environ 30,4% du capital de la société.

5.6.2. Décote d'incessibilité

Selon les termes de l'OPE Subsidaire, les actionnaires de ZODIAC auront la possibilité d'échanger leurs actions ZODIAC contre des Actions de Préférence SAFRAN, sur la base d'une parité telle que définie précédemment.

Les Actions de Préférence SAFRAN reçues dans le cadre de l'échange étant inaliénables pendant 3 ans, il est nécessaire de tenir compte de leur spécificité, ce qui conduit à considérer une décote d'incessibilité pour leur évaluation avant de pouvoir se prononcer sur le caractère équitable de l'OPE Subsidaire.

Le principe de cette décote d'incessibilité s'explique principalement par l'impossibilité de réaliser des arbitrages, de dégager des plus-values, ou de réduire les moins-values sur l'action pendant la période d'incessibilité.

Il existe plusieurs approches pour évaluer ce type de décote. Nous avons retenu une approche optionnelle, qui nous semble la plus adaptée, car elle prend en compte le fait que le détenteur d'une action incessible qui bénéficie d'une option de vente, retrouve la liquidité d'une action ordinaire. En particulier, LONGSTAFF a introduit en 1995 une méthode optionnelle de type *look back sur maximum*, dont le prix d'exercice est égal à la valeur maximale du cours sous-jacent de l'action pendant la période d'incessibilité. Ce modèle présente la décote d'incessibilité comme le gain que l'actionnaire aurait pu enregistrer s'il avait pu vendre son action à son cours maximum. Ce modèle aboutit ainsi à la détermination du manque à gagner issu de l'incessibilité, mais retient une hypothèse de vente théorique car intervenant au meilleur moment. Pour corriger ce biais, nous avons retenu une méthode d'option de vente de type asiatique, qui repose non plus sur le cours maximum atteint durant la période d'incessibilité, mais sur la moyenne des cours observés sur cette période.

⁵⁸ Déterminés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur la séance.

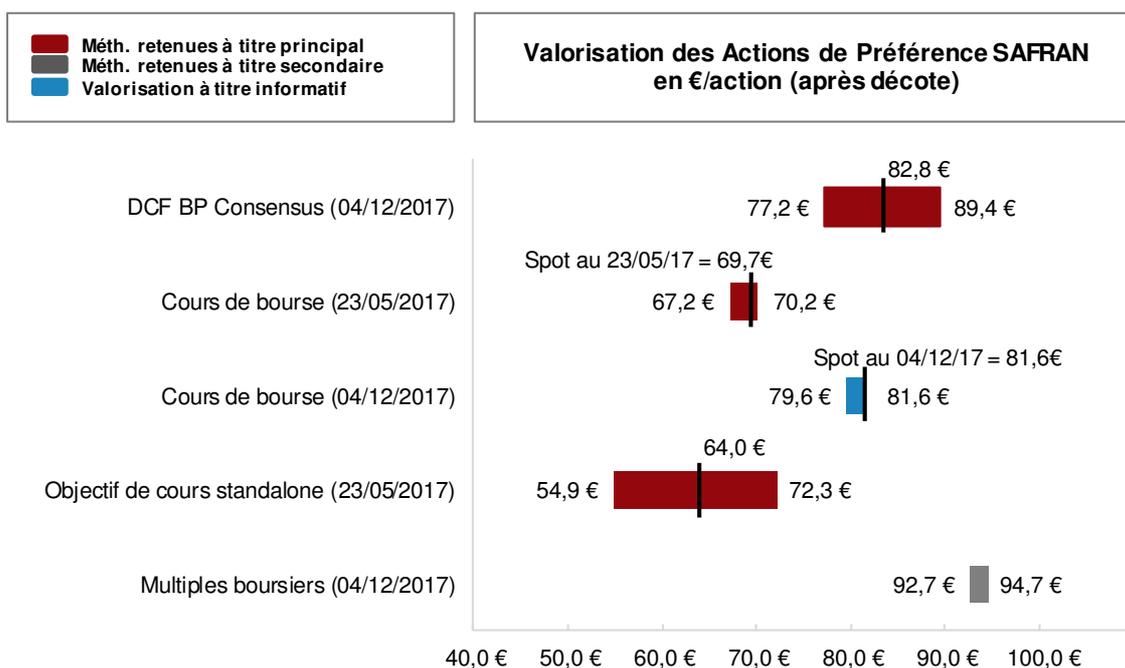


La mise en œuvre de cette méthode d'évaluation repose sur l'utilisation d'un modèle Monte-Carlo, dont les principaux paramètres que nous avons retenus sont les suivants :

- cours de SAFRAN : 90,43 € au 31 octobre 2017 ;
- taux sans risque : -0,30 % (par référence au TEC 3 ans) ;
- volatilité : 24 %, représentant la volatilité du titre SAFRAN calculée sur les 3 dernières années ;
- incessibilité : 3 ans ;
- distribution de dividendes : 2,5 %⁵⁹.

Sur la base de ces paramètres, l'option de vente asiatique a une valeur de 7,93€ et le montant de la décote ressort à $7,93 / 90,43 = 8,77\%$. Nous retiendrons donc une décote d'incessibilité de 8,5%, appliquée à la valeur des actions ordinaires SAFRAN déterminée ci-avant, pour obtenir la valeur des Actions de Préférence SAFRAN.

5.6.3. Synthèse de l'évaluation des Actions de Préférence SAFRAN, après décote d'incessibilité



⁵⁹ Dividende Safran au titre de 2016 = 1,52€ ; cours moyen de SAFRAN en 2016 de 60,3€, soit un taux de distribution de dividende de $1,52/60,3 = 2,52\%$.



6. Accords connexes pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

6.1. Accord de Rapprochement

Le 24 mai 2017, SAFRAN et ZODIAC ont conclu un Accord de Rapprochement. Ses principales caractéristiques portent sur les termes de l'Offre, sur les conditions suspensives, sur la gouvernance de SAFRAN et ZODIAC postérieure à l'Offre, et sur les conséquences d'un défaut de dépôt de l'Offre, et n'appellent pas de commentaires de notre part.

6.2. Engagements d'apports à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société

Le 24 mai 2017 et le 13 juin 2017, SAFRAN a conclu avec (i) FFP & FFP INVEST, (ii) le Fonds Stratégique de Participation, (ci-après ensemble « les Actionnaires Institutionnels ») et (iii) des actionnaires familiaux de ZODIAC (ci-après « les Actionnaires Familiaux »), des engagements d'apport à l'Offre portant sur 27,47 % du capital de ZODIAC, par lesquels ces actionnaires se sont engagés à apporter leurs actions ZODIAC à l'Offre. Ces engagements portent sur le nombre de titres suivants :

Zodiac - Engagements d'apport à l'Offre

	Nombre d'actions
Fonds Stratégique de Participation	10 904 337
FFP Invest	2 500
FFP	15 113 464
Total Actionnaires Institutionnels	26 020 301
Total Actionnaires Familiaux	54 388 410
Total	80 408 711

Source: projet de note d'information

Les Actionnaires Institutionnels et les Actionnaires Familiaux s'engagent à apporter leurs actions à l'Offre, ceux-ci étant libres de les apporter à l'OPA Principale et/ou à l'OPE Subsidaire, étant précisé que les actions apportées à l'OPE Subsidaire qui ne seraient pas acceptées en raison d'apports excédant le plafond seront réputées avoir été apportées à l'OPA Principale.



6.3. Engagement de participation résiduelle

Dans le cadre de la présente Offre, SAFRAN d'une part, et des Actionnaires Familiaux d'autre part, ont conclu un engagement de participation résiduelle portant sur 13 912 385 actions ZODIAC aux termes duquel ils se sont consentis des promesses d'achat et de ventes mutuelles portant sur des actions détenues par ces derniers, qui ne rentrent pas dans le cadre des engagements d'apport à l'Offre évoqués précédemment.

Les Actionnaires Familiaux se sont engagés à ne pas transférer les actions de l'engagement de participation résiduelle sous réserve de certaines exceptions et en particulier restent libres de les apporter à l'OPA Principale et/ou à l'OPE Subsidaire.

Les actions objet de l'engagement de participation résiduelle qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront considérées comme détenues par SAFRAN⁶⁰, seront dépourvues de leur droit de vote double, et seront transférables selon les modalités suivantes.

Promesse d'achat consentie par Safran

SAFRAN a consenti une promesse d'achat au profit des Actionnaires Familiaux exerçable en tout ou partie, entre :

- i. le 1^{er} juillet 2018 et le 31 juillet 2018 ;
- ii. le 1^{er} juillet 2020 et le 31 juillet 2020 ;
- iii. et le 1^{er} janvier 2022 et le 31 janvier 2022.

Le prix d'acquisition unitaire des actions sera égal au prix payé par SAFRAN dans le cadre de l'Offre, soit 25€, ajusté à la baisse, le cas échéant, à hauteur du pourcentage d'évolution du cours de bourse à la baisse de l'action SAFRAN depuis la date de règlement-livraison de l'Offre, et diminué des distributions de dividendes par ZODIAC intervenues depuis cette date.

En cas d'exercice de cette promesse d'achat entre le 1^{er} juillet 2020 et le 31 juillet 2020 ou entre le 1^{er} janvier 2022 et le 31 janvier 2022, le prix payé avant retraitement au titre des éventuelles distributions de dividendes par ZODIAC, sera majoré d'un taux annuel de 3% l'an calculé à partir de la date de règlement-livraison de l'Offre.

Promesse de vente consentie par les Actionnaires Familiaux

Les Actionnaires Familiaux signataires de l'engagement de participation résiduelle ont consenti une promesse de vente au profit de SAFRAN.

Cette promesse de vente exerçable du 1^{er} février 2022 au 28 février 2022, repose sur un prix de vente unitaire égal au prix payé par SAFRAN dans le cadre de l'Offre soit 25€, augmenté d'un taux annuel de 3% depuis la date de règlement-livraison de l'Offre, et diminué le cas échéant des distributions de dividendes intervenues depuis cette date.

⁶⁰ Actions assimilées à des actions détenues par SAFRAN en application de l'article L.233-9 du Code de commerce.



Modalités prévues en cas de retrait obligatoire ou de fusion-absorption

Les actions faisant l'objet des promesses d'achat ou de vente sont assimilées à des actions détenues par Safran en application de l'article L.233-9 du Code de commerce. Elles ne sont donc pas concernées par la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire. Le cas échéant, les Actionnaires Familiaux détiendront des actions ZODIAC sans cotation.

En cas de fusion-absorption, les promesses d'achat et de vente deviendront caduques. La parité de fusion sera déterminée sur la base d'un rapport d'un expert, confirmant son caractère équitable. Les modalités de la fusion ne comportent pas d'avantages spécifiques au bénéfice des Actionnaires Familiaux.

Appréciation de l'engagement de participation résiduelle

Selon les termes des promesses d'achat et de vente présentés ci-avant, le prix de rachat/vente des actions ZODIAC se construit de la manière suivante, selon les différentes périodes :

Mécanisme put/call : engagement de participation résiduelle

Période	Engagement consenti		Construction du prix			Prix maximum de vente	
	Type	Bénéficiaire	Prix de base	Rémunération	Ajustement		
Du 01/07/2018 au 31/07/2018	Promesse d'achat	A la main des Actionnaires Familiaux	Prix d'Offre	- ajustement à la baisse en fonction du cours de Safran		25 €	
Du 01/07/2020 au 31/07/2020						- distribution de dividendes Zodiac	26,9 €
Du 01/01/2022 au 31/01/2022					+ rémunération au taux annuel de 3 %	28,1 €	
Du 01/02/2022 au 28/02/2022	Promesse de vente	A la main de Safran				28,1 € ¹	

¹ : prix de vente dont la seule variabilité provient du retraitement des dividendes distribués par Zodiac

L'ajustement au titre de la distribution des dividendes par ZODIAC n'appelle pas de remarque particulière ; cet ajustement permet d'éviter que les Actionnaires Familiaux bénéficient deux fois de leurs dividendes ZODIAC.

Le prix de la promesse d'achat à la main des Actionnaires Familiaux prévoit :

- (i) un ajustement en fonction de l'évolution du cours de SAFRAN, uniquement à la baisse, et ne représente donc pas un avantage consenti par SAFRAN aux Actionnaires Familiaux par rapport aux autres actionnaires de ZODIAC ;
- (ii) une rémunération annuelle de 3% en cas d'exercice en juillet 2020 ou janvier 2022, dont l'analyse est présentée ci-dessous.

Le prix de la promesse de vente à la main de SAFRAN en février 2022, prévoit uniquement la rémunération annuelle de 3%.

Appréciation de la rémunération annuelle de 3%

La rémunération annuelle de 3% doit s'apprécier au regard :

- de la rémunération du temps, s'agissant d'un paiement différé ;
- du risque consenti par les Actionnaires Familiaux lié à la baisse du cours SAFRAN sans bénéficier d'une revalorisation à la hausse, dans le cas de la promesses d'achat ;
- de la perte de liquidité de leurs titres sur la période concernée par les accords.



En ce qui concerne la perte de liquidité, il convient de tenir compte d'une décote puisque les Actionnaires Familiaux ne pourront céder leurs actions qu'au cours de 4 périodes restreintes d'un mois chacune sur les 4 prochaines années. La rémunération annuelle de 3% correspond à des niveaux proches de la décote d'incessibilité que nous avons estimée à 8,5% pour une période d'incessibilité de 3 ans.

Dans ce contexte, la rémunération annuelle de 3% ne constitue pas un avantage dont bénéficieraient les Actionnaires Familiaux au détriment des actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

6.4. Mécanisme de liquidité

Par ailleurs, l'initiateur a pris l'engagement de mettre en place un mécanisme destiné à assurer après la clôture de l'Offre la liquidité des actions dites indisponibles, soit (i) les actions issues de l'exercice d'options de souscription ou d'achat d'actions ZODIAC et placées en PEE pour lesquelles le délai d'indisponibilité de cinq ans n'aura pas encore expiré à l'issue de l'Offre (296 193 actions au 31 octobre 2017), et (ii) les actions gratuites et de performance qui seront encore en période d'acquisition ou de conservation à l'issue de l'Offre (1 573 064 actions au 31 octobre 2017⁶¹, dont 116 970 actions acquises et en période de conservation (plans n°8 et 9), et 1 456 094 actions en cours d'acquisition (plans n°10 à 13)), l'ensemble de ces actions indisponibles représentant 0,66% du nombre total d'actions concernées par l'Offre. Ces actions indisponibles concernent essentiellement les salariés du groupe ZODIAC et deux mandataires sociaux.

Selon ce mécanisme, SAFRAN consent, en cas de liquidité insuffisante⁶², une promesse d'achat sur ces actions ZODIAC existantes ou qui existeront, à l'issue de leur période de blocage.⁶³

Dans ce cas, SAFRAN s'engage à acheter les actions indisponibles pendant une période de six mois à compter de la date à laquelle elles seront devenues disponibles, à un prix égal au prix de l'OPA Principale, soit 25€ par action, minoré de toute distribution de ZODIAC intervenue le cas échéant, et augmenté d'un taux d'intérêt annuel de 1,5%, calculé à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre pour les actions déjà acquises et à compter de la date d'acquisition pour les actions en cours d'acquisition.

Compte-tenu des dates d'acquisition et/ou de disponibilité de ces actions, le prix que pourrait payer SAFRAN à terme, soit dans 1 à 4,5 ans, s'élèverait en moyenne⁶⁴ à 25,52€ par action ZODIAC, soit dans une fourchette de 25€ à 25,75€ selon les plans d'actions gratuites et 25,95€ en moyenne pour le PEE.

⁶¹ Hors les 170 490 actions issues des plans d'actions gratuites n°6 et 7 dont la période d'acquisition expire le 4 décembre 2017, et qui pourront être apportées à l'Offre.

⁶² « en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ou d'une radiation des actions Zodiac Aerospace du marché réglementé Euronext Paris, ou si le volume moyen d'actions Zodiac Aerospace échangées par jour au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 0,1 % du capital social, sur la base des informations publiées par Euronext Paris ».

⁶³ Les titulaires et attributaires d'actions des actions gratuites en période de conservation et des actions bloquées en PEE se verront également proposer une promesse de vente exerçable par l'initiateur à l'issue de la période d'exercice de la promesse d'achat.

⁶⁴ Moyenne pondérée par action sur l'ensemble des plans d'actions gratuites et du PEE, en supposant que les conditions de performance prévues par les plans seront intégralement remplies.



Dans le contexte de changement de contrôle de ZODIAC, ce mécanisme vise dans certaines situations à permettre aux titulaires de ces actions de bénéficier des modalités de l'OPA Principale, sauf en ce qui concerne l'accès à la liquidité qui se trouve ici différée aux dates de disponibilité des actions, soit à horizon de 1 à 4,5 ans selon les cas, moyennant un intérêt annuel de 1,5% courant à compter de la date d'acquisition des actions. SAFRAN ayant par ailleurs indiqué que ZODIAC ne distribuera pas de dividende en cas de succès de l'Offre, nous relevons que cet intérêt compense l'absence de dividende futur pour les bénéficiaires.

Ce mécanisme n'est donc pas de nature, selon nous, à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.





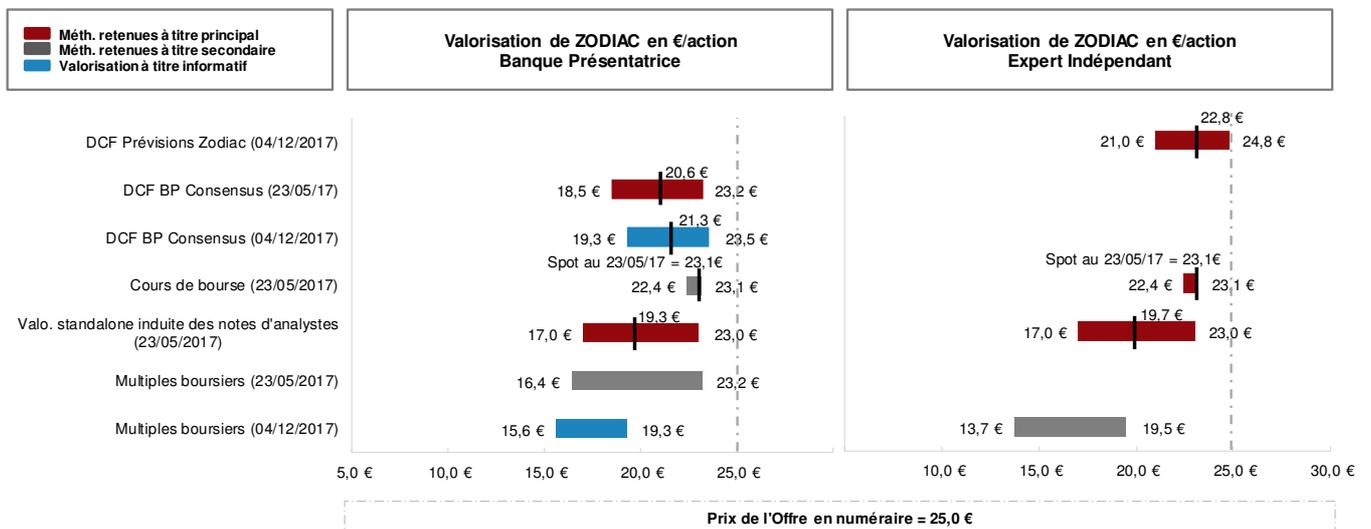
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque Présentatrice

CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK (CA-CIB), agissant en tant que Banque Présentatrice de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

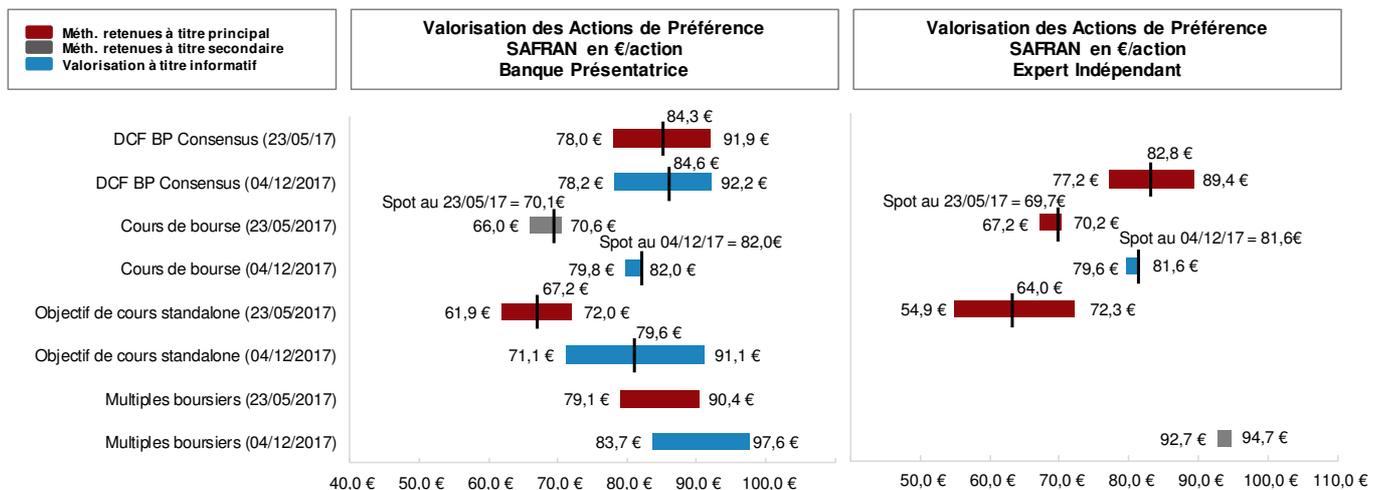
Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de CA-CIB en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu leur rapport d'évaluation définitif.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous :

Evaluation des titres ZODIAC



Evaluation des Actions de Préférence SAFRAN





7.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la Banque Présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation retenues pour la valorisation de ZODIAC, à savoir le cours de bourse, les objectifs de cours des analystes, le DCF et les multiples des sociétés cotées comparables.

La Banque Présentatrice présente les objectifs de cours et le DCF comme des méthodes majeures ; l'analyse du cours de bourse et les multiples boursiers étant présentés comme des méthodes mineures, considérant que (i) le cours de bourse a été impacté par les annonces de ZODIAC et les annonces de SAFRAN concernant la transaction, et (ii) que le faible niveau de rentabilité de ZODIAC et le plan de redressement en cours limitent la pertinence de l'approche par les multiples boursiers.

Nous avons pour notre part analysé le cours de bourse sur une période plus longue, antérieurement à la première annonce de l'Offre SAFRAN, période sur laquelle le cours a toujours été en-dessous des niveaux de 2017 et avons retenu la référence du cours de bourse à titre principal.

Comme la Banque Présentatrice, nous avons présenté la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

Concernant l'évaluation de SAFRAN, nous n'avons pas de remarque particulière pour les méthodes du cours de bourse, des objectifs de cours des analystes et du DCF. La Banque Présentatrice a mené une valorisation à partir d'un échantillon global de multiples des sociétés cotées comparables quand nous présentons un SOTP réalisé à partir d'un échantillon de multiples de sociétés comparables par branche d'activité. Nous considérons en effet que les branches ont des dynamiques distinctes, et doivent être analysées de manière séparée.

La Banque Présentatrice, comme nous, a écarté les méthodes de l'actif net comptable, l'actif net réévalué, l'approche de l'actualisation des dividendes, et la méthode des transactions précédentes comparables.

7.2. Dates de référence des valorisations

Il convient de préciser que la Banque Présentatrice a présenté l'ensemble des critères d'évaluation mis en œuvre à la date de référence du 23 mai 2017, veille de l'annonce de l'Offre, et effectué son appréciation de l'Offre sur cette base. Les critères du DCF et des multiples boursiers sont présentés mis à jour au 4 décembre 2017, uniquement à titre illustratif.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.



7.3. Mise en œuvre des différents critères

7.3.1. Evaluation des actions de ZODIAC

Données financières

La Banque Présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 282 620 645 actions au 31 octobre 2017, identique à celui que nous retenons également pour nos travaux de valorisation.

La Banque Présentatrice retient une dette nette ajustée de 1 722 millions d'euros au 28 février 2017 et de 1 114 millions d'euros au 31 août 2017. Nous n'avons pas utilisé la dette nette ajustée à fin février 2017 dans nos travaux de valorisation, et avons retenu une dette nette ajustée de 1 106m€ au 31 août 2017, soit un écart de 8m€.

Actualisation des flux de trésorerie

La Banque Présentatrice n'a pas eu accès aux prévisions de la société, et a mis en œuvre l'actualisation des flux de trésorerie sur un plan d'affaires fondé sur les consensus de marché et les guidances publiques de ZODIAC. Rappelons ici que l'analyse historique de l'écart entre les données prévisionnelles du consensus et les résultats publiés est présentée plus haut (Cf. 4.4.1.1).

Le taux d'actualisation a été calculé par la Banque Présentatrice au 23 mai 2017⁶⁵ et par nos soins au 4 décembre 2017, sur la base des paramètres suivants :

- Le taux sans risque et la prime de risque de marché ont été retenus par référence à une moyenne 5 ans pour la Banque Présentatrice, contre une moyenne 2 ans pour nos travaux ;
- Un beta des comparables retenu par la Banque Présentatrice de 0,9 lorsque nous retenons un beta de 1,28. L'écart provient essentiellement de la différence des échantillons de sociétés comparables, étant précisé qu'un beta supérieur à 1 pour ZODIAC nous paraît cohérent avec la situation actuelle de la société.

Ainsi le taux d'actualisation de la Banque Présentatrice s'élève à 8% (appliqué au consensus), et notre taux à 8,5% (appliqué aux Prévisions Zodiac), amenant à des valeurs centrales de 21,3€ par action pour la Banque Présentatrice et 22,8€ par action pour nous.

⁶⁵ CA-CIB estime que les conditions de marché depuis le 23 mai 2017 sont restées comparables et a ainsi maintenu son hypothèse de taux d'actualisation.



Cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par la Banque Présentatrice n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

A noter que la Banque Présentatrice mène une analyse de la liquidité du titre à partir d'une moyenne des volumes sur une période de 6 mois au 23 mai 2017, alors que nous réalisons cette analyse sur une période d'1 mois au 23 mai 2017, et sur une période de 6 mois au 18 janvier 2017. En effet, nous considérons que les volumes compris dans la période de 6 mois au 23 mai 2017 sont pollués de l'impact de la première annonce de l'Offre, et ne permettent pas donc d'isoler les conditions pré-annonce des volumes négociés.

Il est à noter aussi que la Banque Présentatrice calcule le cours moyen pondéré par les volumes de manière continue (« intraday ») quand notre calcul se base sur les données journalières. Enfin, il faut préciser que le calcul des volumes de la Banque Présentatrice intègre le total d'échanges sur l'ensemble de marchés où le titre est négocié, tandis que nous ne prenons en compte que les échanges sur la place Euronext, marché principal du titre.

Cours cibles standalone des analystes

La fourchette de valorisation de la Banque Présentatrice et la nôtre sont identiques (17€ à 23€ par action) ; en revanche, notre échantillon diffère légèrement.

La fourchette présentée par la Banque Présentatrice correspond à la valeur standalone de ZODIAC indiquée dans les dernières notes d'analystes publiées entre le 14 mars et le 23 mai 2017, en excluant les analystes quantitatifs et les analystes n'ayant pas émis de cours cible ou de recommandation lors des trois derniers mois, soit sur la base d'un échantillon de 10 valeurs standalone.

Nous avons pour notre part retenu l'ensemble des analystes ayant publié une valeur standalone de ZODIAC et dont nous disposons d'une note justifiant l'objectif de cours *standalone*. Notre échantillon repose ainsi sur 8 valeurs standalone.

Multiples observés sur les sociétés comparables

La Banque Présentatrice fonde son analyse sur les multiples d'EBIT et d'EBITDA observés sur 2018 et 2019. Nous nous sommes limités à l'analyse du multiple d'EBIT, qui est l'agrégat de référence de ZODIAC et celui sur lequel le groupe communique une guidance.

Nous n'avons pas retenu le même échantillon que la Banque Présentatrice car nous considérons que HONEYWELL et UNITED TECHNOLOGIES présentent des activités très diversifiées, et une taille considérablement plus grande que celle de ZODIAC. Nous considérons en revanche que les sociétés ESTERLINE et ASTRONICS sont suffisamment comparables en termes d'activité et de taille ; à ce titre nous les avons incluses dans notre échantillon.

Les multiples VE/EBIT retenus par la Banque Présentatrice (multiples médians) ressortent entre 12,6x et 13,5x à fin mai 2017, proches des multiples que nous retenons (multiples médians) au 4 décembre 2017.



La détermination de la valeur d'entreprise réalisée par la Banque Présentatrice est basée sur le cours moyen 1 mois, quand nous avons effectué le calcul sur la base du cours moyen 3 mois.

7.3.2. Evaluation des Actions de Préférence SAFRAN

Niveau de la décote d'incessibilité

La Banque Présentatrice retient une décote d'incessibilité de 8%, estimée sur la base du différentiel entre un remboursement d'emprunt sur 3 ans (simulant la mobilisation de trésorerie des actionnaires sur cette période), et la cession d'une action SAFRAN au prix de vente à terme dans 3 ans.

Cette approche, proposée par le Conseil National de la Comptabilité⁶⁶ pour l'évaluation de l'impact de l'incessibilité dans le cadre des valorisations des PEE, aboutit à déterminer le coût de l'incessibilité par l'estimation des coûts de portage.

Cette stratégie est pertinente pour un salarié qui bénéficie grâce au PEE d'une rémunération future et aléatoire, et qui lui permet de vendre son action immédiatement en supportant des coûts qui n'existeraient pas s'il avait détenu une action cessible. La décote qui en découle, s'apparente ainsi au coût d'accès à la liquidité.

Nous avons retenu une approche optionnelle, qui permet selon nous d'appréhender davantage l'impossibilité pour un investisseur de réaliser des plus-values durant la période d'incessibilité, en intégrant la volatilité propre au marché d'actions et du titre lui-même sur ce marché.

Nos travaux ont abouti à une décote d'incessibilité de 8,5%, proche du niveau de décote retenu par la Banque présentatrice.

Les analyses qui suivent sont menées sur les valorisations de actions ordinaires de SAFRAN, c'est-à-dire avant prise en compte de la décote d'incessibilité.

Données financières

La Banque Présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 410 358 722 actions au 31 octobre 2017, identique à celui que nous retenons également pour nos travaux de valorisation.

Pour les besoins de la valorisation au 23 mai 2017, CA-CIB retient une dette financière nette au 31/12/2016 de 1 495m€, et des autres ajustements de -3 223m€, soit un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de -1 728m€.

Pour les besoins de la valorisation à date, CA-CIB retient une trésorerie nette au 30/06/2017 de 1 408m€, et des autres ajustements de -667m€, soit un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de -2 075m€. Nous retenons pour notre part un montant de -2 067m€. L'écart non significatif de 8m€ provient du taux d'IS retenu pour calculer l'impact fiscal des engagements pour retraite.

⁶⁶ Cf. communiqué du CNC du 21 décembre 2004 relatif aux Plans d'Epargne Entreprise.



Actualisation des flux de trésorerie

Comme nous, la Banque Présentatrice n'a pas eu accès à un Business Plan établi par le management de SAFRAN et a mis en œuvre l'actualisation des flux de trésorerie sur la base du consensus disponible dans ses bases de données.

La Banque Présentatrice a mené son analyse au 23 mai 2017, et actualisé cette analyse au 4 décembre 2017.

L'écart de valorisation observé sur la valorisation à date, soit une fourchette de 85,0€ à 100,3€ par action pour la Banque Présentatrice, contre une fourchette de 84,4€ à 97,7€ par action pour notre valorisation, provient essentiellement de la différence du taux d'actualisation, et dans une moindre mesure de la différence de consensus.

La Banque Présentatrice retient un consensus 2017-2019 sur la base d'une sélection d'analystes financiers et mène une extrapolation sur les années 2020-2022. Nous retenons le consensus 2017-2020 issus des notes d'analystes n'intégrant pas les effets du rapprochement. Nous avons considéré un flux terminal à l'horizon 2020.

Le taux d'actualisation retenu par la Banque Présentatrice s'élève à 7,9% pour les valorisations au 23 mai 2017 et au 4 décembre 2017. Ce taux a été construit par la Banque Présentatrice sur la base de la moyenne 5 ans du taux sans risque et de la prime de risque de marché, et d'un beta des comparables, est en ligne avec la médiane des taux d'actualisation utilisés par les analystes.

Nous considérons pour notre part ne pas avoir suffisamment de visibilité sur les hypothèses et le niveau de risque retenus par les analystes pour construire notre propre taux d'actualisation en cohérence avec les flux retenus. A ce titre, nous retenons un taux d'actualisation de 8,2%, correspondant au taux moyen d'actualisation utilisés par les analystes dont nous avons utilisé les prévisions pour mettre en œuvre l'actualisation des flux de trésorerie.

Cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par la Banque Présentatrice n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

A noter que la Banque Présentatrice mène une analyse de la liquidité du titre à partir d'une moyenne des volumes sur une période de 6 mois au 23 mai 2017, alors que nous réalisons cette analyse sur une période d'1 mois au 23 mai 2017 et sur une période de 6 mois au 18 janvier 2017. En effet, nous considérons que les volumes compris dans la période de 6 mois au 23 mai 2017 sont pollués au même temps de l'impact de la première et de la deuxième annonce de l'Offre, et ne permettent pas donc d'isoler les conditions préannonce des volumes négociés.

Il est à noter aussi que la Banque Présentatrice calcule le cours moyen pondéré par les volumes de manière continue (« intraday ») quand notre calcul se base sur les données journalières. Enfin, il faut préciser que le calcul des volumes de la Banque Présentatrice intègre le total d'échanges sur l'ensemble de marchés où le titre est négocié, tandis que nous ne prenons en compte que les échanges sur la place EURONEXT, étant le marché principal du titre.



Objectifs de cours des analystes

Nous ne retenons pas le même échantillon d'analystes que la Banque Présentatrice car nos méthodes de sélection diffèrent sur les points suivants :

- la Banque Présentatrice exclut les analystes quantitatifs et les analystes n'ayant pas émis de cours cible ou de recommandation lors des trois derniers mois, quand nous n'excluons pas d'analystes selon ces critères ;
- la Banque Présentatrice retient les objectifs de cours de bourse proposés par chaque analyste, nous ne retenons que les objectifs de cours de bourse qui sont spécifiquement indiqués comme ne prenant pas en compte les effets possibles du rapprochement avec ZODIAC.

Par ailleurs nous n'avons pas retenu les analystes, dont nous ne disposons pas d'une note détaillée justifiant la détermination de l'objectif de cours.

Enfin, la Banque Présentatrice retient une fourchette constituée par les bornes des premier et troisième quartiles des cours cibles, quand nous retenons le minimum et le maximum, ce qui conduit à présenter une fourchette plus large.

Multiples observés sur les sociétés comparables

Nous avons mené une évaluation basée sur une approche SOTP dans la mesure où nous considérons que les branches d'activité de SAFRAN présentent des dynamiques différentes et donc méritent d'être analysées séparément. En revanche, l'approche réalisée par la Banque Présentatrice repose sur un échantillon global de multiples de sociétés comparables afin d'évaluer l'ensemble de la Société.

Par ailleurs, la Banque Présentatrice fonde son analyse sur les multiples d'EBITDA et d'EBIT, alors que nous avons retenu seulement le multiple d'EBIT dans la mesure où c'est le seul agrégat communiqué par branche d'activité par SAFRAN et pour permettre une meilleure comparabilité avec ZODIAC. A noter que, comme nous, la Banque Présentatrice a utilisé les multiples observés sur les exercices 2017, 2018, et 2019.

Les multiples VE/EBIT retenus par la Banque Présentatrice (multiples médians) ressortent entre 12,3x et 13,8x, quand nos multiples retenus (multiples médians) ressortent entre 13,0x et 15,9x.

La détermination de la valeur d'entreprise réalisée par la Banque Présentatrice est basée sur le cours moyen 1 mois, quand nous avons effectué le calcul sur la base du cours moyen 3 mois.

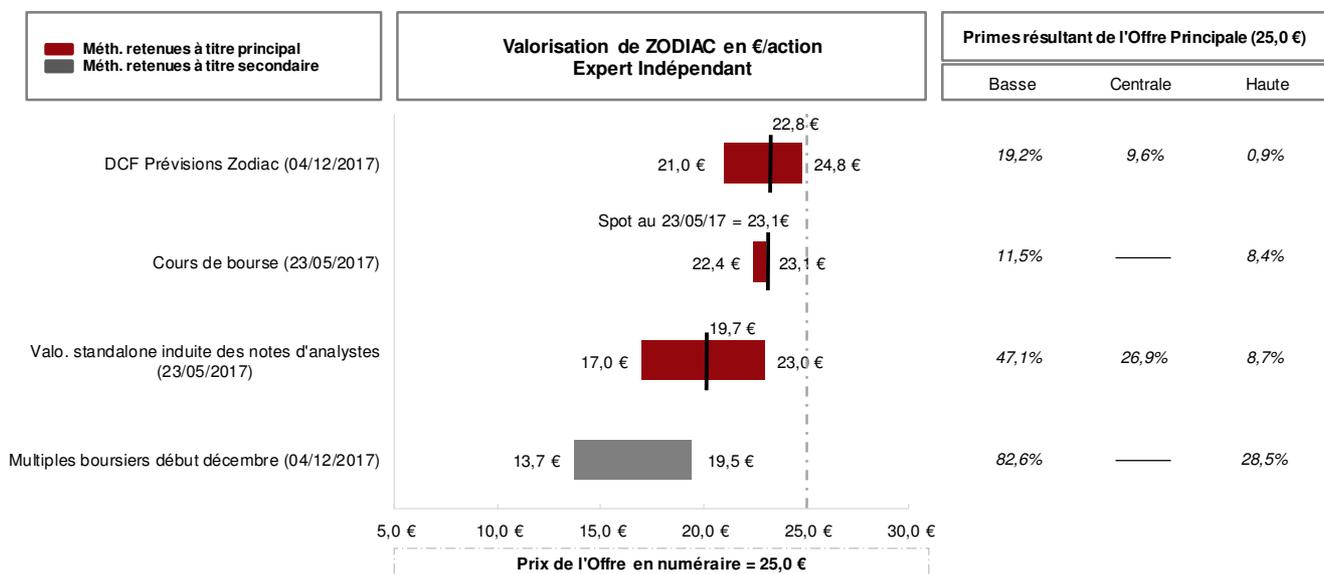


8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'OPA Principale et de la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidiaire

8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

OPA Principale

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'OPA Principale, soit 25,0€ par action ZODIAC, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



Nous observons que le prix proposé de 25,0€ par action dans le cadre de l'OPA Principale fait ressortir :

- une prime extériorisée par le cours de bourse comprise entre 8,4% (cours spot 23 mai 2017) et 11,5% (CMPV 1 mois au 23 mai 2017) par référence aux périodes jugées pertinentes, étant rappelé que le cours de ZODIAC n'a jamais atteint le prix de l'OPA sur les 12 mois précédant la première offre du 19 janvier 2017 ;
- une prime comprise entre 8,7% et 47,1% par rapport à la fourchette de valeurs issues des évaluations *standalone* des analystes qui suivent ZODIAC ;
- une prime comprise entre 0,9% et 19,2% par rapport à la fourchette de valeurs issues du DCF.

Le prix d'Offre apparaît ainsi supérieur aux valeurs issues de la méthode du DCF, mise en œuvre sur la base du plan d'affaires communiqué par la société qui intègre les pleins effets du redressement de ZODIAC, lequel est attendu dans plus de 3 ans.





La méthode des multiples boursiers retenue à titre secondaire, vient conforter les résultats des méthodes principales en extériorisant des primes de 28,5% à 82,6% par rapport au prix de 25,0€.

OPE Subsidaire

Concernant la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidaire, située dans une fourchette de 0,300 à 0,332 Action de Préférence SAFRAN pour une action ZODIAC, elle fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes, étant rappelé que l'Action de Préférence SAFRAN intègre une décote d'incessibilité de 8,5% au titre de la période d'inaliénabilité de 3 ans :

Zodiac / Safran - Parités induites

	Action Zodiac	Action de Préférence Safran ⁽¹⁾	Parité induite	Prime / (Décote) parité à 0,300	Prime / (Décote) parité à 0,332
				Cours Safran	
				>= 79,98€	<= 72,36€
04/12/2017	DCF (à titre principal)				
	Borne haute	24,8 €	89,4 €	0,277	8,3 %
	Valeur centrale	22,8 €	82,8 €	0,275	9,0 %
	Borne basse	21,0 €	77,2 €	0,272	10,4 %
23/05/2017	Cours de bourse (à titre principal)				
	Spot (23/05/2017)	23,1 €	69,7 €	0,331	(9,4)%
	CMPV 1 mois (23/05/2017)	22,4 €	70,2 €	0,320	(6,1)%
	CMPV du 15/03/2017 au 23/05/2017	22,8 €	67,2 €	0,339	(11,5)%
	Cours de bourse actuel de Safran² (à titre illustratif)				
	Spot Zodiac (23/05/2017)	23,1 €	80,8 €	0,286	5,1 %
	CMPV 1 mois Zodiac (23/05/2017)	22,4 €	80,8 €	0,278	8,1 %
	CMPV Zodiac du 15/03/2017 au 23/05/2017	22,8 €	80,8 €	0,282	6,4 %
23/05/2017	Valo standalone induite des notes d'analystes (à titre principal)				
	Borne haute	23,0 €	72,3 €	0,318	(5,7)%
	Moyenne	19,7 €	64,0 €	0,308	(2,6)%
	Borne basse	17,0 €	54,9 €	0,310	(3,1)%
04/12/2017	Multiples boursiers (à titre secondaire)				
	Borne haute	19,5 €	94,7 €	0,205	46,0 %
	Borne basse	13,7 €	92,7 €	0,148	103,1 %

(1) : Intégrant une décote d'incessibilité de 8,5%

(2) par référence au CMPV 1 mois du cours de Safran au 04/12/2017

Les derniers cours de SAFRAN⁶⁷ s'établissent à des niveaux sensiblement supérieurs au seuil de 79,98€. Cette situation conduit à retenir la parité de 0,300 Action de Préférence SAFRAN pour une action ZODIAC pour apprécier les termes de l'OPE Subsidaire.

⁶⁷ Le cours moyen pondéré par les volumes 1 mois au 4 décembre 2017 de SAFRAN ressort à 88,3€, soit 80,8€ après décote d'incessibilité de 8,5%. On peut relever que le niveau actuel du cours de SAFRAN se situe dans la fourchette de valeur par action obtenue selon la méthode du DCF et fait donc ressortir une prime par rapport à la parité proposée.



Cette parité fait ressortir :

- une prime comprise entre 8,3% et 10,4% selon la méthode du DCF, sur une base standalone pour ZODIAC et SAFRAN ;
- des décotes de 6,1% à 11,5% sur le cours de bourse, et de 2,6% à 5,7% sur les valeurs standalone issues des analystes financiers.

La parité de 0,300 ressort ainsi supérieure à celle obtenue selon les valeurs issues de la méthode du DCF.

Il convient en outre d'observer que, si en parité immédiate sur le cours actuel de SAFRAN, soit 88,3€⁶⁷, la contrevaletur théorique de l'action ZODIAC ressort à 26,49€, il reste que l'actionnaire choisissant sur une base volontaire cette OPE ne peut pas céder ses actions pour une période de 3 ans et est exposé à l'évolution de SAFRAN et du cours de son action. Il convient donc de tenir compte de l'incessibilité au travers du modèle mis en œuvre tel que décrit ci-dessus.

8.2. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'OPA Principale et de la parité offerte dans le cadre de l'OPE Subsidaire

La présente Offre facultative est ouverte aux actionnaires de ZODIAC et leur permet, à leur choix, d'apporter leurs actions à l'OPA Principale et/ou à l'OPE Subsidaire, étant rappelé que l'OPE Subsidaire est limitée à environ 30,4% du capital de ZODIAC, et que les actions apportées à l'OPE excédant le plafond susmentionné seront réputées avoir été apportées à l'OPA Principale.

L'OPA Principale au prix de 25€ permet aux actionnaires de ZODIAC d'accéder à une liquidité immédiate sur la totalité de leurs titres, en bénéficiant :

- de primes significatives par rapport aux cours de bourse observés sur les 12 mois précédant la première offre, ainsi que par rapport aux valorisations fondées sur les données observées sur les marchés financiers (notes d'analystes et multiples boursiers) ;
- de la pleine valeur de ZODIAC intégrant le succès complet du redressement sur la base de prévisions communiquées à l'expert indépendant par la société, dans le contexte d'incertitude propre à ce type de situation tandis que la société a procédé à plusieurs avertissements sur résultats au cours des 3 dernières années.

En cas de choix volontaire par l'actionnaire d'apporter ses actions à l'OPE Subsidaire, la parité d'échange devrait s'établir à 0,300 Action de préférence SAFRAN pour une action ZODIAC compte tenu du cours actuel de SAFRAN plus élevé que le seuil prévu. On relève que cette parité se situe dans la fourchette des parités ressortant de notre analyse multicritère. Les actionnaires de ZODIAC se repositionneraient alors sur une société de taille plus importante, bénéficieraient des opportunités du nouveau groupe SAFRAN, mais seraient exposés à l'évolution future du groupe et de son cours de bourse, en s'engageant sur une période d'incessibilité de 3 ans.





Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de ZODIAC.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires de ZODIAC au plan financier.

Fait à Paris le 5 décembre 2017,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU

Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique





Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 12 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Rothschild (Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis)	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	CIC	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-17	Areva	Etat Français	Odco	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
sept.-17	SFR	Altice	JPMorgan / BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 600.000€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 -** Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 -** Identification des risques et orientation de la mission
- 3 -** Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables des sociétés et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 -** Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à l'opération de rapprochement
 - Echanges avec le management de ZODIAC et de SAFRAN
 - Echange avec la Banque Présentatrice
- 5 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de ZODIAC et SAFRAN
- 6 -** Revue détaillée des notes d'analystes et des consensus
- 7 -** Analyse des cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution des cours
- 8 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs
- 9 -** Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Référence aux objectifs de cours
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables (mise en œuvre mais non retenue)
- 10 -** Obtention de deux lettres d'affirmation : une du représentant de ZODIAC et une du représentant de SAFRAN
- 11 -** Analyse du projet de note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
- 12 -** Revue indépendante
- 13 -** Rédaction du rapport



Calendrier de l'étude :

23 février 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil de Surveillance de ZODIAC AEROSPACE
2 mars 2017	Réunion de présentation de l'opération par les conseils de ZODIAC AEROSPACE (Bredin Prat, BNPP et Rothschild)
4 avril 2017, puis 6 juin 2017	Rédaction de la lettre de mission le 4 avril 2017 sur la base de l'Offre Initiale, modifiée le 6 juin 2017 pour tenir compte de la nouvelle Offre
10 avril 2017	Présentation du Reforecast 2017 (vs Budget 2017) pour chaque branche
13 avril 2017	Présentation de l'activité de ZODIAC AEROSPACE, détaillée par branche (Aerosystems et Aircraft Interiors)
25 avril 2017	Point d'étape avec le Comité Ad hoc
12 mai 2017	Réunion de présentation du Business Plan de ZODIAC
3 juillet 2017	Réunion avec SAFRAN et les banques conseils de SAFRAN (LAZARD et BANK OF AMERICA MERRIL LYNCH) concernant la valorisation de SAFRAN
4 juillet 2017 10 juillet 2017 11 juillet 2017 13 juillet 2017	Réunion de travail avec ZODIAC SERVICES, ZODIAC AEROSYSTEMS, ZODIAC CABIN, ZODIAC SEATS : <ul style="list-style-type: none">• présentation de l'activité (en termes d'organisation, de risques & opportunités...),• évolution des performances historiques• hypothèses du Business Plan
4 septembre 2017	Réunion avec SAFRAN et les banques conseils de SAFRAN (LAZARD et BANK OF AMERICA MERRIL LYNCH) concernant la valorisation de SAFRAN
13 septembre 2017 et 5 octobre 2017	Réunion avec la banque présentatrice CA-CIB sur le projet de rapport d'évaluation
26 octobre 2017	Réunion avec ZODIAC sur la présentation du Budget 2018
7 novembre 2017	Point d'étape et projet de restitution avec le Comité Ad hoc
14-16 novembre 2017	Revue indépendante
17 novembre 2017 et 5 décembre 2017	Présentation du projet de rapport au Comité Ad hoc
21 novembre 2017 et 5 décembre 2017	Obtention des lettres d'affirmation Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil de Surveillance de ZODIAC



Liste des personnes rencontrées ou contactées :

Société ZODIAC AEROSPACE :

- Monsieur Didier FONTAINE, Directeur Administratif et Financier Groupe
- Madame Nadia BOUZIGUES, Head of M&A
- Monsieur Julien PECHALAT, Directeur Adjoint Fusions & Acquisitions
- Monsieur Bruno DELILE, Directeur Général ZODIAC AEROSPACE SERVICES
- Madame Bérengère GUILLEMIN, CFO ZODIAC AEROSPACE SERVICES
- Monsieur Arnaud DERMANGE, CFO ZODIAC AEROSYSTEMS
- Monsieur Alexis BOUDJEMAA, Financial Controller, ZODIAC AEROSYSTEMS
- Monsieur Arnault DUMONT-LAURET, CFO ZODIAC CABINS
- Monsieur Antoine DOUTRIAUX, Directeur Général ZODIAC SEATS
- Monsieur Eric MANZON, CFO ZODIAC SEATS
- Monsieur Patrick DAHER, Membre indépendant du Conseil de Surveillance
- Madame Laure HAUSEUX, Membre indépendant du Conseil de Surveillance
- Madame Estelle BRACHLIANOFF, Membre indépendant du Conseil de Surveillance

Banque conseil de la Société, ROTHSCHILD

- Monsieur Romain NOURTIER, Managing Director
- Monsieur Nicolas PERIANIN, Assistant Director
- Monsieur Brice LOUBENS, Associate

Banque conseil de la Société, BNP PARIBAS

- Monsieur Marc DEMUTH, Managing Director, Head of Advisory for Listed Companies
- Monsieur Olivier FABAS, Vice President Advisory for Listed Companies
- Monsieur Hugues CALAND, Analyst

Avocat (BREDIN PRAT)

- Monsieur Sébastien PRAT, Partner - Corporate
- Madame Marine BLOTTIAUX, Avocate

Société SAFRAN

- Monsieur Antoine OGERAU, Vice-Président Fusions & Acquisitions
- Monsieur Peter CAMPBELL, Directeur de la communication financière
- Madame Sandrine HOLLER, Directrice Comptable Groupe
- Monsieur Michel ABAZA, Trésorier Groupe

Banque conseil de l'Initiateur, LAZARD

- Monsieur Vincent THILLAUD, Directeur
- Monsieur Timothée LE GUAY, Associate





Etablissement présentateur (CA-CIB) :

- Monsieur Bertrand PEYRELONGUE, Managing Director, Global Head of Mergers & Acquisitions,
- Monsieur Matthieu LANCE, Managing Director, Deputy Global Head of Mergers & Acquisitions
- Madame Armelle POULARD, Vice President Mergers & Acquisitions
- Monsieur Pierre-Antoine LAC, Analyst Mergers & Acquisitions
- Madame Lara SHOCRON, Associate, Mergers & Acquisitions

Avocat SAFRAN (BDGS) :

- Monsieur Antoine BONNASSE, Partner
- Monsieur Thomas MELI, Partner

Sources d'information utilisées :

Principales informations communiquées par la société ZODIAC :

- Business Plan 2017/2020 établi en novembre 2016 et actualisé en avril 2017, et présenté au Comité d'Audit du 25 avril 2017
- Budget 2018 validé par le Conseil de Surveillance du 3 octobre 2017 ;
- Détail des tests d'impairment au 31 août 2017 ;
- Détail de la dette financière nette consolidée au 31 août 2017.

Informations de marché :

- Communication financière de ZODIAC AEROSPACE sur les exercices 2015, 2016 et 2017 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ DATASTREAM-THOMSON REUTERS ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, EPSILON RESEARCH, AGENCE FRANCE TRESOR.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les associés signataires, Messieurs Olivier PERONNET et Olivier COURAU, ont été assistés de Madame Adeline BURNAND, Senior Manager, Monsieur Cyril COULANGE, Superviseur et de deux collaborateurs confirmés.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, associé du cabinet.

11. Personnes assumant la responsabilité de la note en réponse

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Le 21 décembre 2017

Monsieur Yann Delabrière

Président du Directoire

Annexe 1

Avis motivé des membres du Comité de groupe Zodiac Aerospace

« Avis motivé des membres du Comité de groupe Zodiac Aerospace sur l'OPA de Safran sur Zodiac Aerospace en réunion du 23 juin 2017 »

Le Groupe Zodiac Aerospace rencontre des difficultés opérationnelles et financières depuis plusieurs années. Le Groupe n'a pas su anticiper et s'adapter aux augmentations de cadences. Le Groupe Zodiac s'est surtout focalisé sur une rentabilité financière à court terme au détriment d'une stratégie industrielle de long terme.

Cette situation a fait l'objet de nombreuses alertes opérationnelles du management et de toutes les instances représentatives du personnel. Est-ce une cause ou une conséquence du manque flagrant d'écoute et de dialogue social au sein du Groupe Zodiac ?

Le Comité de Groupe voit dans ce projet de rapprochement, une opportunité de redressement plus rapide du Groupe Zodiac Aerospace, et souhaite la pérennité et la croissance de l'ensemble de nos activités.

Cependant le Comité de Groupe émet les réserves suivantes :

- les synergies, telles que présentées lors la consultation du Comité de Groupe Zodiac Aerospace, doivent être partagées équitablement entre Safran et Zodiac Aerospace,*
- nous demandons un engagement fort de Safran pour le maintien et le développement des emplois Zodiac en France et à l'international,*
- nous demandons un engagement fort de Safran pour le maintien des compétences et du savoir-faire du Groupe Zodiac,*
- nous exigeons qu'il n'y ait aucun départ contraint,*
- nous demandons à Safran de construire et développer un véritable dialogue social à la hauteur des ambitions du futur géant de l'aéronautique,*
- nous demandons à ce que nous soient présentés la stratégie mise en place par Safran dans le cadre du redressement du Groupe Zodiac et le plan d'action associé.*

Le Comité de Groupe restera vigilant sur le processus d'intégration et les changements d'organisation qui pourraient en découler, au sein de chaque entreprise du Groupe.

Nous demandons à être informés régulièrement sur ce processus d'intégration à partir de janvier 2018. »

Annexe 2

Rapport du cabinet SECAFI



ZODIAC AEROSPACE

Rapport sur le projet de rapprochement avec le Groupe Safran

SECAFI

Société d'expertise comptable inscrite
au Tableau de l'Ordre de la région
Toulouse Midi-Pyrénées
Cabinet agréé par le Ministère du Travail,
habilité IPRP et membre de la FIRPS

Direction régionale Midi-Pyrénées
55, boulevard de l'Embouchure – Central Parc Bât C
BP 72081 - 31019 Toulouse cedex 2
Tél 05 62 72 36 00

SAS au capital de 3 931 382,50 €
312 938 483 RCS Paris
Numéro d'identification intracommunautaire
FR 88 312 938 483

Toulouse le 20 juin 2017

Le présent rapport rend compte de la mission que nous a confiée votre Comité de Groupe dans le cadre des articles L.2323-35 et suivants du Code du Travail. Il s'agissait pour les élus de comprendre la nature de l'opération de rapprochement envisagée et d'en apprécier les risques et les opportunités pour l'entreprise et ses salariés.

Pour exécuter nos travaux, nous avons notamment utilisé des documents à caractère économique, social et organisationnel afin de mener cette opération de rapprochement.

Nous remercions pour leur disponibilité les dirigeants des Groupes Safran et Zodiac que nous avons rencontrés en entretien de travail, à savoir Madame Delphine SEGURA (DRH Zodiac) et Messieurs Jean-Luc BERARD (DRH Safran), Eric DALBIES (Directeur de la stratégie du Groupe Safran), Didier FONTAINE (DAF Zodiac), Maurice PINAULT (DG délégué au développement au sein du Groupe Zodiac), Thierry ROUGE-CARRASSAT (Directeur Technologies & Innovation au sein du Groupe Zodiac) et Olivier ZARROUATI (Président du Directoire du Groupe Zodiac).

Outre les signataires, Mesdames Eve COUDERC et Emilie ROMERO et Messieurs Pierre MERET, François SABRIE et Marc VINESSE ont participé à l'élaboration de ce rapport.

Nous vous remercions de votre confiance et nous nous tenons à votre disposition pour vous apporter toutes explications complémentaires ou pour approfondir avec vous les réflexions que vous estimeriez nécessaires à l'appréciation de la situation de l'entreprise.

Toulouse, le 20 juin 2017

Philippe FRANCES
Dominique SELLIER
Bertrand HERMANS



Propos liminaires (1/2)

- ▶ Les élus du Comité de Groupe ont souhaité se faire accompagner tout au long du processus de rapprochement entre les Groupes Safran et Zodiac (du projet d'Offre Publique d'Achat jusqu'à la date de règlement-livraison de l'opération). Il est entendu que le projet, objet de la présente consultation, n'est qu'une étape dans un projet plus global visant à la constitution début 2018 d'un Groupe contrôlant l'ensemble des actifs des Groupes Safran et Zodiac Aerospace.
- ▶ Ce rapport constitue donc un point d'étape destiné à éclairer les élus du Comité de Groupe sur les risques et opportunités de cette opération en évaluant les axes stratégiques qui guident cette opération et en analysant les répercussions de leur mise en œuvre sur l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision.
- ▶ La volonté partagée par les 2 Groupes d'informer et de consulter leurs instances du personnel respectives en phase de pré-offre, soit très en amont de la date effective de lancement de l'OPA qui devrait avoir lieu au cours du dernier trimestre 2017, n'est pas sans conséquence sur la nature et la pertinence des informations recueillies au cours de cette expertise.
- ▶ **Rappelons en effet que le code des marchés financiers impose que jusqu'à la conclusion de l'OPA, les 2 Groupes demeurent indépendants et autonomes sous peine de s'exposer à des sanctions. L'échange d'informations détaillées sur les activités, les performances économiques et l'organisation des 2 Groupes, autres que celles rendues publiques, est de ce fait théoriquement prohibé.**



Propos liminaires (2/2)

- ▶ Zodiac Aerospace a publié le 14 mars 2017 ses comptes semestriels FY17 et annoncé que les difficultés persistantes sur les branches *Cabin* et *Seats* ne lui permettraient pas de tenir ses objectifs de résultats sur l'ensemble de l'exercice FY17.
- ▶ Suite à la publication de ce nouvel avertissement sur les résultats du Groupe Zodiac Aerospace, Safran a fait savoir qu'il allait analyser ces « faits nouveaux » et « en intégrer les conséquences dans les discussions en cours avec les dirigeants de Zodiac ».
- ▶ Le 24 mai 2017, après avoir mené des analyses complémentaires, le Groupe Safran a soumis un nouveau projet d'OPA.
- ▶ C'est ce nouveau projet, soumis à la consultation du Comité de Groupe, qui fait l'objet du présent rapport.
- ▶ Ce rapport s'appuie sur les analyses déjà menées dans le cadre du 1^{er} projet d'OPA et comprend un complément d'analyse suite aux modifications apportées au projet initial.



Synthèse	page 6
Thème 1 : Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue stratégique	page 11
Thème 2 : Analyse du projet d'un point de vue économique, financier et juridique	page 40
Thème 3 : Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement	page 47
Une organisation de la R&T différenciée	page 48
Les Fonctions support	page 55
La gouvernance au sein du futur Groupe issu du rapprochement	page 60
Les activités de services client	page 62
Thème 4 : Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue de l'emploi et des aspects sociaux	page 66
Annexes	page 75
Les fonctions support	page 76
Détail de l'effectif en France	page 84





Synthèse



- ▶ D'un point de vue stratégique, le **rapprochement entre les Groupes Safran et Zodiac est un projet qui fait sens** :
 - ▶ **Les activités des 2 Groupes sont très complémentaires** tant en termes de plateformes à équiper qu'en termes de modèles de revenus (1^{ière} monte SFE et BFE, rechanges SFE et BFE, retrofit).
 - ▶ **Les zones de recouvrement sont très faibles** sur les produits **en cours de production**.
 - ▶ La taille du nouvel ensemble permettrait de le hisser au 2^{ème} rang mondial du marché des équipements aéronautiques.

- ▶ **Ce nouveau projet** est à la fois **plus simple**, plus classique dans sa conception **et moins risqué**. Il s'agit d'une offre d'acquisition mixte (en numéraire et en titres).
 - ▶ Offre principale d'achat en numéraire, non plafonnée, visant la totalité du capital de Zodiac Aerospace au prix de 25 € par action Zodiac Aerospace.
 - ▶ Offre d'échange subsidiaire, plafonnée à 31,4 % du capital de Zodiac Aerospace et rémunérée en actions de préférence Safran inaliénables pendant une durée de 3 ans.
 - ▶ Renonciation des actionnaires Zodiac à la prolongation du pacte Dutreil ou sein de l'actionnariat de Safran.

- ▶ Dans le cadre des conditions du nouveau projet, le coût de la prise de contrôle du Groupe Zodiac peut être considéré comme compris entre 8,6 et 8,8 Md€.
 - ▶ Ce prix entérine une **baisse de la valeur d'entreprise de Zodiac Aerospace** consécutive à l'allongement de la période de rétablissement des activités Cabine et Sièges et une prudence sur l'atteinte à terme des niveaux de profitabilité historiques.

- ▶ Bien que ce nouveau projet ne prévoit plus de fusion à très court terme entre les 2 holdings de tête, il est plausible d'imaginer que dès que **Safran** aura pris le contrôle de Zodiac Aerospace, **il aura à cœur d'intégrer ces nouvelles activités.**

- ▶ Les modèles d'organisation des 2 Groupes sont sensiblement différents, le Groupe Safran étant dans son ensemble plus centralisé :
 - ▶ Cette centralisation est visible au niveau de la R&T, a contrario, Zodiac ne possède en central qu'une direction de l'innovation dont l'effectif est de 4 salariés, chaque *Business Unit* étant en charge de sa propre R&T.
 - ▶ Au-delà de la R&T, ce constat prévaut également pour l'organisation opérationnelle des deux Groupes : le modèle Safran met en avant les sociétés, alors que celui de Zodiac repose sur les structures de branche, de division puis de *Business Unit*
 - ▶ Sur les fonctions dites support, le stade de mutualisation et de spécialisation de compétences et d'intégration est beaucoup moins avancé dans le Groupe Zodiac que chez Safran, ce qui pose la question des objectifs et du calendrier d'intégration qui seront déployés.
 - ▶ On note néanmoins un contre-exemple sur les activités de services clients, Zodiac ayant décidé de centraliser son *front office*, contrairement à Safran qui l'a délégué à chacune de ses entités juridiques.

- ▶ **On peut donc imaginer à terme une convergence vers un modèle unique (celui de Safran, qui est l'acquéreur ?). Cela pourrait donc impliquer de nombreuses réorganisations.**

▶ Alors que les conséquences concrètes du rapprochement Zodiac-Safran restent lointaines, nous présentons ici **les principaux enjeux et points de vigilance** pour l'avenir des activités de R&T – R&D :

À court terme

- ▶ Avis SECAFI : les informations portées à notre connaissance **ne nous permettent pas d'identifier des risques immédiats** sur des programmes de recherche, des emplois ou des compétences pour 2018-2019.
- ▶ Point de vigilance : cas de sources de financement communs pour des projets Safran et Zodiac (projets européens, mais aussi crédit d'impôt recherche en France...). En cas de fusion ultérieure de Safran et de Zodiac, cela modifierait les conditions de ces financements.

A horizon 1-3 ans

- ▶ **Risque concret : réorganisation avec déménagement d'équipes partageant des compétences « proches », et se trouvant dans des « zones » proches : région parisienne, et peut-être Amérique du Nord.**
- ▶ **Tension budgétaire** du fait de la période de « vaches maigres (ou peu grasses) » en cours : les efforts de R&T ne sont pas appuyés par une perspective rapide d'embarquement sur un nouveau grand programme (sauf lancement rapide du MoM par Boeing).
- ▶ **Tension budgétaire** (ne concerne pas seulement l'électrique) en cas de non-réalisation des synergies attendues de l'opération d'acquisition de Zodiac. Cela peut favoriser des décisions de réorganisation/*downsizing*.

Au-delà de 2020

- ▶ **Pertinence des choix** stratégiques R&T (capacité à les faire aboutir en développement sur des plateformes), **efficacité des travaux, compétitivité des solutions** étudiées par rapport à celles de la concurrence.
- ▶ **Pertinence / conséquences sociales des choix d'organisation** : quelles conditions d'intégration des activités électriques de ZEPS d'une part, et de Safran Electrical & Power d'autre part ? Quel échéancier ?
- ▶ **Intégration culturelle** : une **faiblesse** des activités électriques Safran + Zodiac est **l'hétérogénéité forte des cultures** (ex Zodiac + ex Labinal + ex Goodrich + ex Eaton...); celle-ci aura un rôle important dans les arbitrages s'agissant des entités leader sur telle ou telle technologie.

- ▶ Il nous semble que l'appréciation des **enjeux sur les fonctions R&T, support et/ou centrales de Zodiac** en France n'est pas tant en termes de rationalisation des effectifs (ces fonctions étant somme toute relativement légères chez Zodiac), que de **changements organisationnels lourds** à venir.
- ▶ Nous ne pouvons que recommander que ceux-ci soient guidés par une véritable **conduite du changement** et **un jalonnement précis du processus d'intégration** qui se fera nécessairement en plusieurs étapes et sur une durée supérieure à un an.
- ▶ Enfin, en l'absence de fusion immédiate entre les 2 Groupes, la question de la pérennité du siège de Plaisir n'est plus d'actualité à court terme, mais selon nous, elle le reste sur le moyen terme.



Thème 1 :

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue stratégique



Le projet de rapprochement est facilité par un contexte plus favorable au sein des 2 Groupes

- ▶ Le projet de rapprochement entre les Groupes Safran et Zodiac annoncé le 19 janvier 2017 intervient près de 7 ans après un premier projet de rapprochement avorté.
 - ▶ Courant 2010, le Groupe Safran avait fait part de ses intentions de rachat du Groupe Zodiac.
 - ▶ Devant l'opposition des actionnaires familiaux du Groupe Zodiac, Safran avait dû renoncer.
- ▶ Cette nouvelle annonce d'une OPA, amicale cette fois, intervient à un moment singulier pour les deux Groupes.
 - ▶ Le Groupe Safran vient de signer un exercice 2016 remarquable tant en termes de ventes qu'en termes de résultats et il est sur le point de finaliser la cession de son activité Identité & Sécurité. Cette cession va avoir au moins deux conséquences immédiates : une génération de trésorerie importante à très court terme une fois l'opération de cession finalisée, suivie d'une perte de revenus et de résultat dès l'exercice 2017, à due proportion de la contribution des activités cédées.
 - ▶ De son côté, le Groupe Zodiac est depuis deux exercices aux prises avec des difficultés opérationnelles affectant ses activités cabines et sièges liées pour une part importante à la non-maîtrise de la croissance d'activité engendrée par la sélection sur de nombreux nouveaux programmes d'avions commerciaux. **La publication d'un nouveau *profit warning* sur les résultats de l'exercice FY17 tendrait à montrer que les difficultés sont plus importantes qu'estimées initialement et que leurs résolutions pourraient nécessiter plus de temps que prévu.**

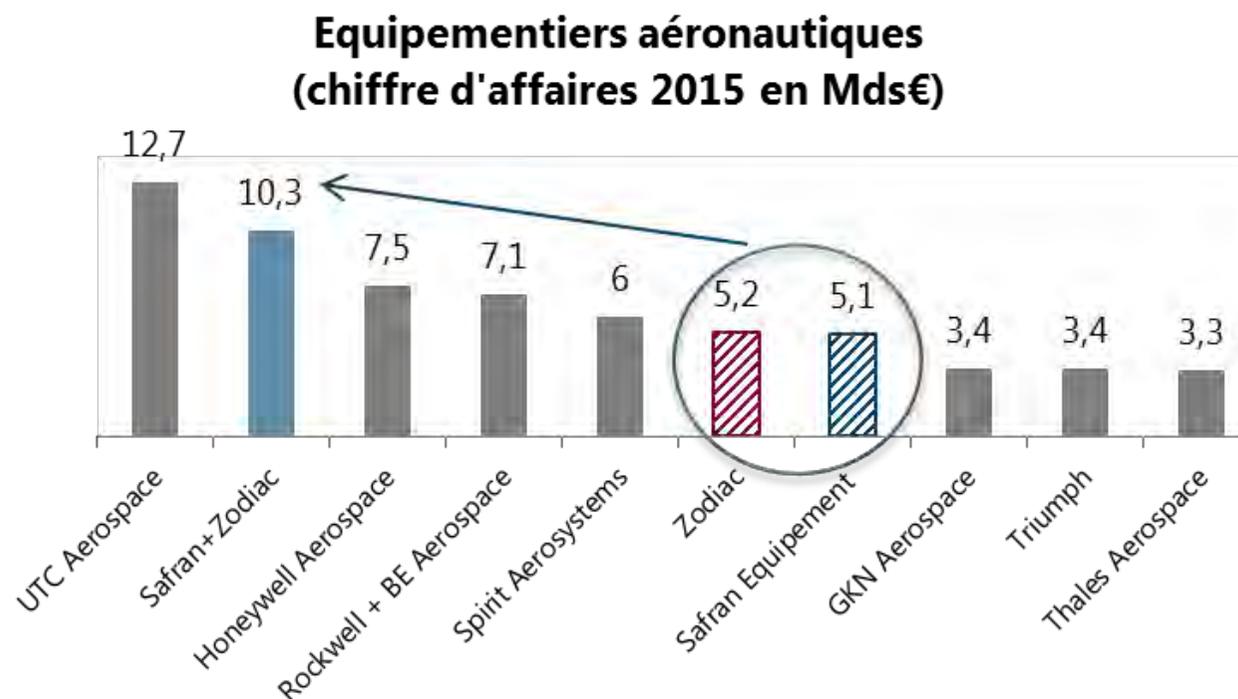


Avis SECAFI

Il nous semble que l'affaiblissement temporaire du Groupe Zodiac Aerospace a joué un rôle déterminant dans le déclenchement de cette opération.

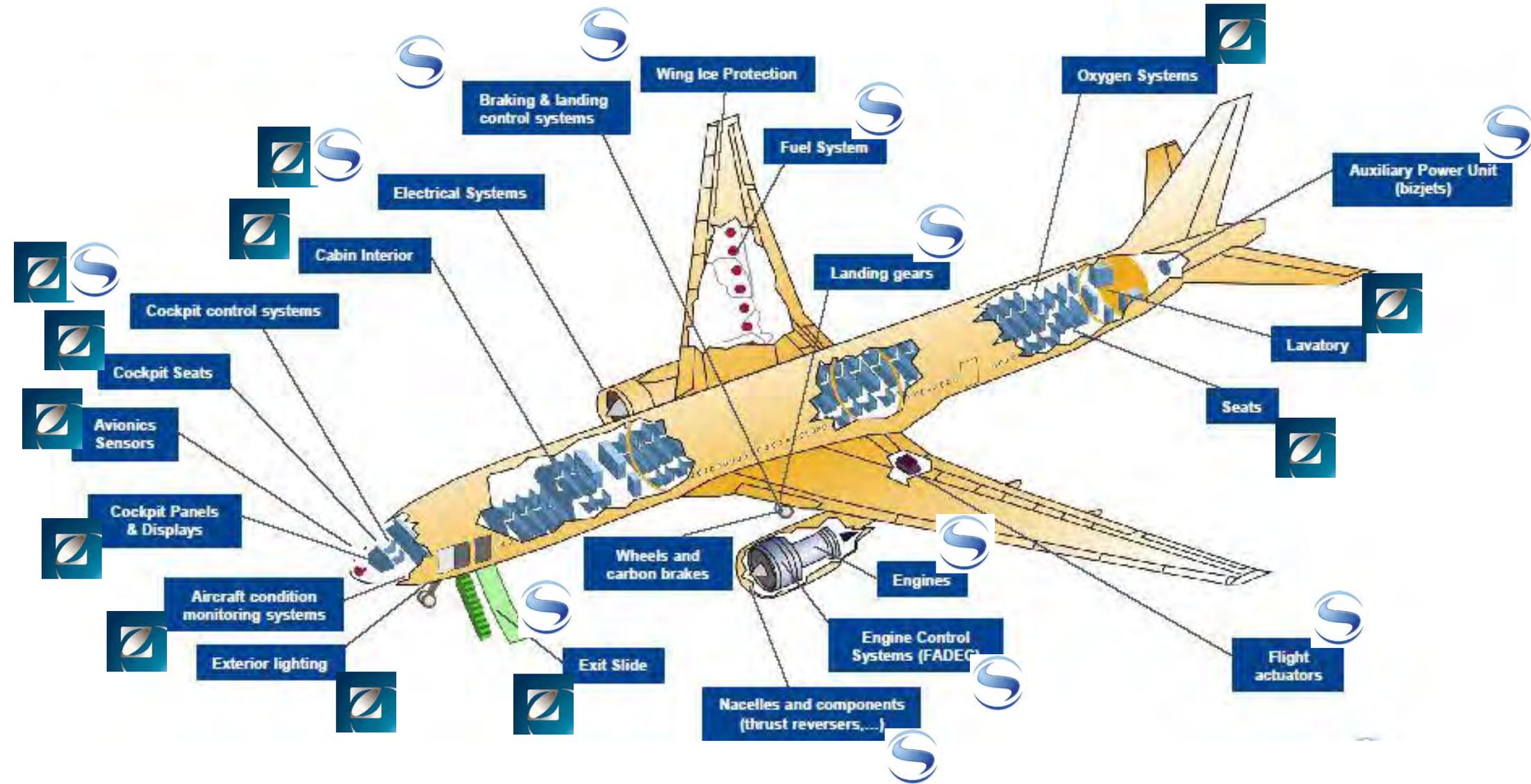


... et par un environnement concurrentiel toujours à la recherche de la taille critique dans le domaine des équipements aéronautiques



- ▶ En 2016, le Groupe Rockwell a fait l'acquisition du Groupe B&E Aerospace, l'un des concurrents les plus actifs de Zodiac sur les activités de sièges et d'équipements de cabine.
- ▶ Le rapprochement entre Zodiac Aerospace et Safran permettrait au nouveau **Groupe Safran de devenir le N°2 mondial dans les équipements aéronautiques** avec un peu plus de 10 Md€ de chiffre d'affaires, juste derrière UTC (13 Md€) et devant Honeywell (7,5 Md€).

Les complémentarités des 2 Groupes sont fortes en termes d'activité (1/2)



Source Zodiac : document d'information du 15 février 2017



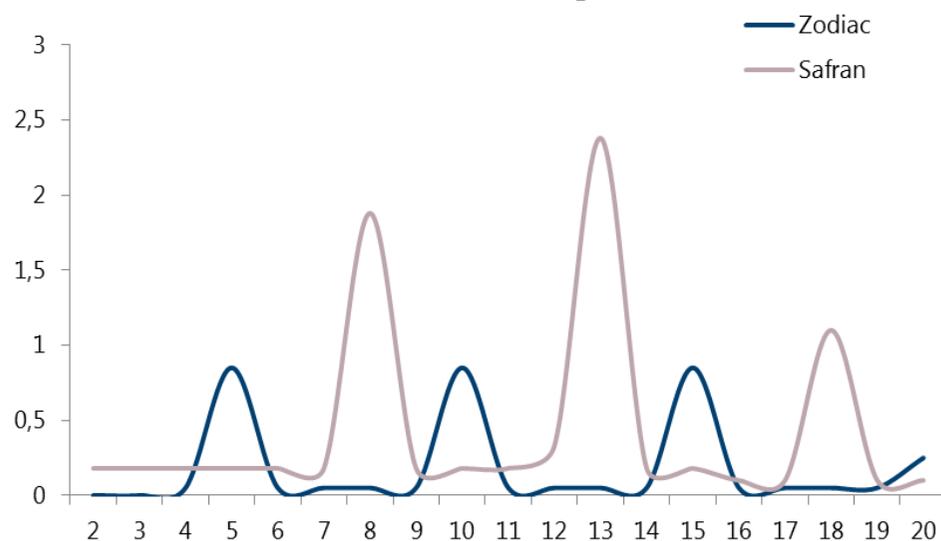
Les complémentarités des 2 Groupes sont fortes en termes d'activité (2/2)

- ▶ Les activités des deux Groupes présentent une forte complémentarité.
 - ▶ Safran est très présent dans la motorisation et la transmission de puissance des aéronefs (avions, hélicoptères).
 - ▶ Zodiac est très présent dans la cabine (aménagements, sièges, toilettes, système d'évacuation, IFE, oxygène passager,...).
- ▶ Les 2 Groupes sont présents sur des ensembles organico-fonctionnels (ATA) différents, mais en connexion relativement étroite :
 - ▶ Les complémentarités sont tantôt verticales (ex : systèmes d'atterrissage et de freinage de Safran et sous-systèmes et composants de dirigeabilité, de freinage, et d'interconnexion de Zodiac, systèmes de régulation moteur de Safran et servovalves de Zodiac, nacelles de Safran et grilles d'inverseurs de poussée de Zodiac, ...).
 - ▶ ... tantôt horizontales (ex : Systèmes carburant de Zodiac et systèmes de régulation moteur de Safran).
- ▶ Les zones de recouvrement sont particulièrement faibles sur les programmes en cours de production et de développement.
 - ▶ Sur la grande majorité des programmes, les positions respectives des 2 Groupes sur les systèmes électriques (ATA24) font apparaître de grandes complémentarités : Zodiac est très majoritairement présent sur la chaîne fonctionnelle de la distribution primaire et secondaire, Safran est très majoritairement présent sur la génération électrique.
 - ▶ On note néanmoins des cas d'incursions limités de Zodiac sur la génération et la conversion de réseau (d'avions d'affaires et hélicoptères avec IPS) et inversement, des incursions de Safran sur la distribution électrique (programme militaire brésilien KC390).

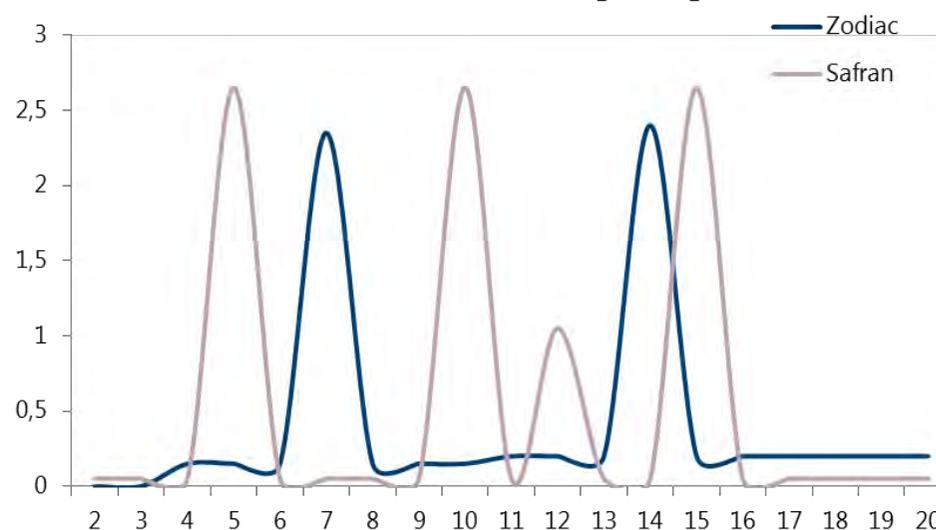


La complémentarité des modèles de revenus des deux Groupes vient renforcer l'attrait de ce rapprochement

Profil de revenu "Single Aisle" * - en M€



Profil de revenus "Long Range" * - en M€



(*) estimations Secafi basées sur les valeurs de *shipset*, les intervalles de maintenance et de retrofit et les parts de marchés estimés en rechanges

► Ce positionnement différencié des 2 Groupes l'est également en termes de « modèle de revenus » et vient renforcer leur complémentarité.

- Les deux Groupes sont présents sur le marché de la 1^{ière} monte tant en équipements BFE qu'en équipements SFE.
- Ces équipements génèrent tout au long du cycle de vie des appareils un important marché accessible de la rechange via la demande des MRO (pour la maintenance « en condition » ou la maintenance « programmée »).
- On note néanmoins une singularité pour Zodiac, avec des revenus substantiels tirés des opérations de retrofit cabines et sièges qui peuvent intervenir, selon les cas, 3 ou 4 fois entre la date de mise en service de l'appareil et sa date de retrait du service.

Des zones d'intérêts communs existent sur certains domaines d'activité sans que ceux-ci ne représentent de réels risques de duplication à court terme

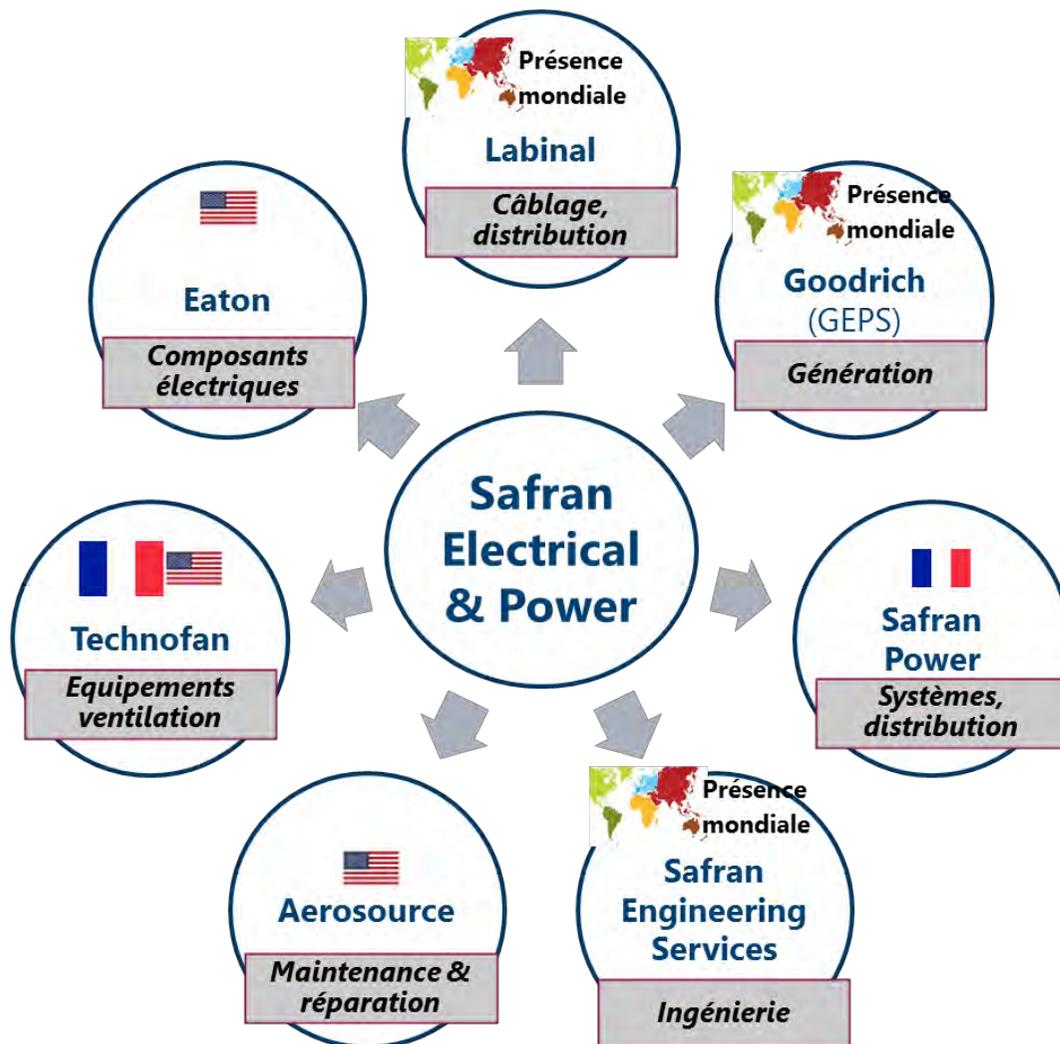
- ▶ Ces zones de recouvrement sont plus étendues si l'on s'attache aux programmes futurs (aéronefs plus électriques, motorisation hybride) qui font l'objet aujourd'hui de R&T dans les 2 Groupes :
 - ▶ Safran : R&T SSPC, PAC de forte puissance, motorisation Hybride.
 - ▶ Zodiac : R&T batterie, SSPC, PAC.

- ▶ Sur les autres activités, les zones d'adhérence sont nettement moins importantes :
 - ▶ Calculateurs embarqués : Safran occupe une position de leader européen dans les calculateurs de régulation moteurs (FADEC) alors que Zodiac est présent dans les calculateurs de servitudes (carburant, oxygène, cabine, ...).
 - ▶ Des synergies pourraient néanmoins s'opérer dans le cadre de développement de briques électroniques réutilisables (conversion de tension, acquisition de données, unités de calcul complexes, ...) et de développement de logiciels embarqués critiques ou de logiciels de bancs de test.
 - ▶ Les systèmes hydrauliques : Zodiac Hydraulics est le fournisseur principal de Safran dans ces domaines.
 - ▶ Les orientations stratégiques retenues pourraient avoir des incidences sur l'évolution du business model : intégration de ZHC comme fournisseur de solutions plus intégrées pour le Groupe ou poursuite du modèle actuel de ZHC (approche multi clients). Evolution possible en termes de prix et de marges intra-Groupe.
 - ▶ Une situation similaire pourrait exister sur l'activité de Zodiac Aero Duct Systems.
 - ▶ Les équipements de connectivité : le domaine étant naissant, les deux Groupes reconnaissent s'intéresser à ce sujet, Zodiac ayant pris une longueur d'avance en développant ses propres produits (suite Rave).
 - ▶ Les composites : composites structuraux (Nida, pré imprégnés carbone), panneaux de galleys, grilles d'inverseurs de poussée chez Zodiac, nacelles moteur pour Safran.



Safran Electrical & Power est l'entité du Groupe portant les ambitions « Avion plus électrique »...

Activités rassemblées depuis 2014 dans Safran Electrical & Power



Safran Electrical & Power

- N°1** worldwide for EWIS* and ventilation systems
- N°2** worldwide for Power Generation & Distribution
- 14,100** people in 12 countries 
- € 1.6 billion** revenue | 95% civil / 5% military
Boeing + Airbus: **90%**

Les activités électriques / électroniques sont concentrées dans :

- ▶ **Safran Electrical & Power**
 - ▶ (cf. ci-dessus et ci-contre)
- ▶ Safran Electronics & Defense (ex Sagem)
- ▶ Le centre de R&T Groupe de Saclay
- ▶ Bureaux d'études des systémiers – équipementiers du Groupe

Les sites de Villaroche et Colombes en **région parisienne**, ainsi que de **Toulouse**, abritent des activités de R&D

...avec pour ambition de long terme l'obtention d'une position de premier plan sur les avions de nouvelle génération à développer dans les années 2020

Thématiques de R&T R&D électriques du Groupe Safran

Informations publiques

Génération

Optimisation des générateurs – extension VFG => VSCF***
Fonctions de contrôle de la génération principale ou auxiliaire
RAT (génération de secours)
Intégration des batteries
Piles à combustible (forte puissance ?****)

Distribution

Architectures innovantes, notamment dans le cadre de projets européens

Câblage

Optimisation du coût et de la fiabilité, notamment protection, détection de défauts ou de pannes, facilitant la maintenance
Harnais pour environnement sévère
Courants porteurs en ligne

Composants

Optimisation de la puissance massique des convertisseurs
Conversion basse tension (28 VDC), utilisée notamment dans le démarrage électrique des réacteurs
SSPC « courants AC et DC, de petite et moyenne puissance »**

Electrification de charges *

Inverseurs de poussée
Trains (trappes, vérins de relevage)
Freins
Ventilateurs

* Unités de contrôle de l'actionnement électrique des systèmes du Groupe, dont les caractéristiques en termes de puissance requise et de durée d'utilisation sont très différentes

** source safrangroup.com *** équipement de conversion permettant d'obtenir un courant électrique à fréquence constante **** source direction Zodiac

► SE&P revendique un portefeuille de plus de 1000 brevets, et des programmes majeurs axés sur l'avion plus électrique

► **L'ambition de Safran est de monter en compétence sur l'ensemble de la chaîne électrique à bord des avions**, avec pour horizon le gain de lots significatifs sur monocouloirs développés par Airbus et Boeing dans les années 2020.

► **C'est pourquoi la pertinence technologique d'un rapprochement avec Zodiac est incontestable.**

Les thématiques de R&T R&D poursuivies par Zodiac sont pour certaines proches de celles de Safran (1/2)

Principales thématiques de R&T R&D électriques du Groupe Zodiac

Informations *non exhaustives*

Génération

Pile à combustible (PAC)** pouvant se substituer à une RAT dans la génération de secours d'un avion

Batteries

Horizon long terme

Distribution

Architectures réseau innovantes, notamment dans le cadre du projet **GENOME** : recherches autour d'un réseau 270 V courant continu

Câblage

Harnais et connecteurs « environnement sévère »

Recouvrement probable avec Safran

Composants

Notamment SSPC

Recouvrement probable avec Safran

Electrification de charges *

Notamment dégivrage des ailes B787, calculateurs, panneaux de cockpit, éclairage extérieur

* Unités de contrôle de l'actionnement électrique des systèmes du Groupe, dont les caractéristiques en termes de puissance requise et de durée d'utilisation sont très différentes

** notons que s'agissant de R&T-R&D sur les piles à combustible (Safran travaillerait également sur ces technologies, selon la direction Zodiac), il importe de vérifier si les caractéristiques des équipements sont réellement concurrentes (notamment en termes d'application cible, de puissance générée et de contraintes à surmonter).

▶ La direction R&T Zodiac précise également qu'à (très) long terme, le nouveau Groupe Safran-Zodiac serait en position favorable pour travailler sur des **hybridations de moteurs**.

Remarques

▶ **Les travaux sur l'Avion Plus Electrique constituent le premier poste de la R&T Zodiac (ZEPS) :** dépenses 2017 d'environ 10 M€ sur 30 à 35 M€ de dépenses totales R&T Zodiac en France. La R&T est décentralisée et dépend de choix réalisés au niveau de ZEPS, en concertation avec la R&T Groupe.

Les thématiques de R&T R&D poursuivies par Zodiac sont pour certaines proches de celles de Safran (2/2)



Conclusion

Les thématiques et les compétences requises sur ces projets comprennent **probablement des recouvrements** entre les 2 Groupes.

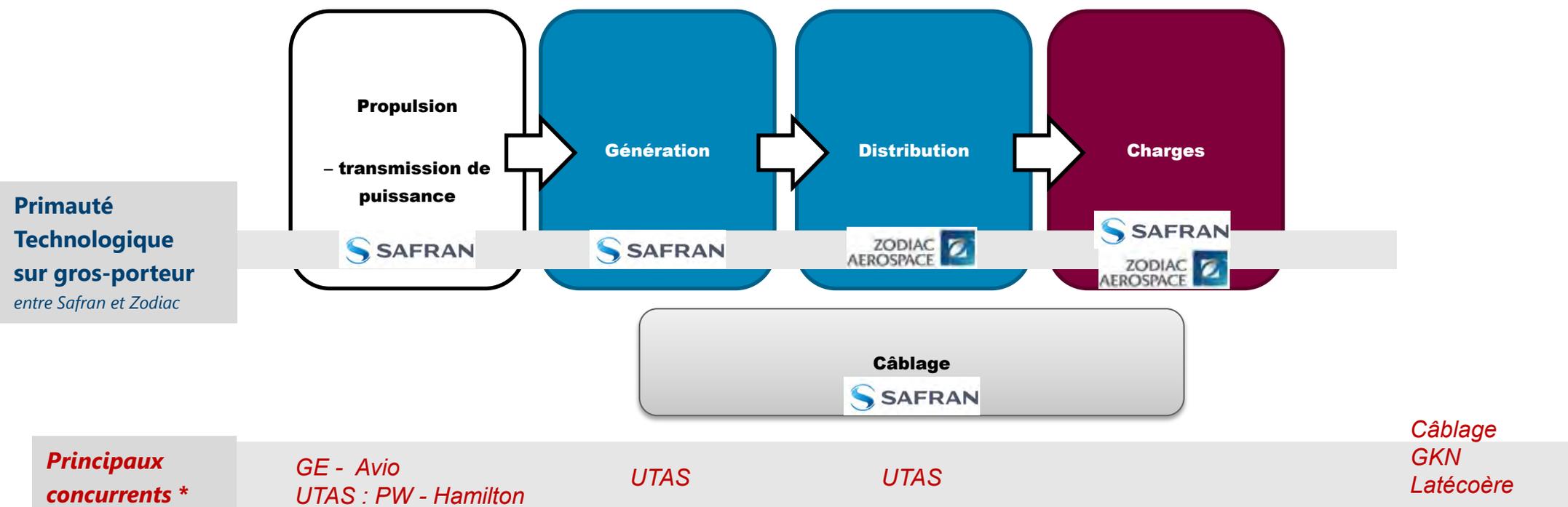
Une réorganisation est donc possible. Toutefois, la pertinence d'un tel projet est affectée par les faits suivants :

- ▶ Une réorganisation des services de R&T et des bureaux d'études, visant à éliminer ces recouvrements, créerait des risques importants de perte de compétences.
- ▶ Les avancées technologiques vers l'avion plus électrique sont nécessairement multiformes, et donc adaptées à des compétences et des approches variées.



Zodiac et Safran sont objectivement complémentaires pour la couverture des besoins électriques à bord d'avions gros porteurs

- ▶ Dépassant les seuls « systèmes électriques » tels que répertoriés dans le chapitre ATA24 (qui se limitent à la génération / distribution), **la chaîne électrique à bord d'un avion** comprend les domaines de compétence suivants :



Avis SECAFI

La complémentarité sur les gros porteurs est une évidence : elle se mesure non seulement à la nature des lots attribués par les avionneurs sur les plateformes les plus récentes, mais aussi au fait que chaque acteur n'est pas le principal concurrent de l'autre sur chaque maillon de la chaîne.

* Mesurée à l'obtention de lots significatifs sur au moins l'une des plateformes récentes A380-A350-B787

** Ces concurrents peuvent également être partenaires, suivant les plateformes ; d'autres concurrents peuvent être cités : GE, Honeywell, Thales



...mais, du fait de l'étendue de leurs compétences, des recouvrements existent dans les départements R&T R&D de Safran et Zodiac

- ▶ Si la primauté des acteurs sur tel ou tel domaine est clairement dessinée pour les plus gros porteurs, **le risque de recouvrement n'est pas nul** si nous analysons les compétences et les ambitions pour :
 - ▶ Des **plateformes de moindre taille / besoin de puissance** (hélicoptères, avions d'affaires, aviation générale...)
 - ▶ Des **sous-systèmes électriques**, notamment s'agissant de la distribution
 - ▶ Des **technologies en évolution** sur lesquelles les deux Groupes travailleraient
- ▶ Nous allons étudier de manière détaillée les recouvrements possibles sur les différents « maillons »

Systemes

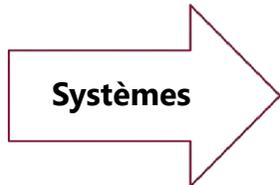
- ▶ Comme attributaire de lots majeurs sur la distribution A350 (y compris contrôle et gestion des charges), **Zodiac** a dégagé une compétence « Systemes » sur l'avion le plus récemment mis en service.
- ▶ **Safran a l'ambition de maîtriser les systèmes électriques à moyen/long terme.** Cette ambition pourra se concrétiser sur l'avion de transport militaire brésilien **KC 390** d'Embraer (pour lequel Safran réalise les distributions primaire et secondaire, la génération de secours, et surtout l'intégration des systèmes). Et Safran est responsable de l'intégration des systèmes électriques pour des plateformes de moindre taille : **avions d'affaires** (Global Express), **hélicoptères** (Bell 525, Sikorsky CH53K).



Avis SECAFI

Le lot KC 390 ne place pas la compétence Safran au niveau de celle que Zodiac a développé pour A350, car : la plateforme n'est pas à notre avis particulièrement innovante du point de vue des systèmes électriques ; l'avion n'est pas entré en service ; son destin est d'ailleurs soumis aux évolutions erratiques des budgets de défense brésiliens.

Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Systèmes



Conclusion

Il existe des recouvrements. L'ambition de Safran est de monter en compétence sur les systèmes. La première « marche » de cette ambition est le lot détenu sur le KC-390 d'Embraer, qui mobilise des équipes Safran.

Le rapprochement avec Zodiac marque la quasi-réalisation de cette ambition pour les plus gros-porteurs. Cette compétence est stratégique pour Safran comme pour Zodiac. Même en cas de réorganisation des RTD de ZEPS et Safran Power, **une réduction des capacités (effectifs, budgets) est improbable.**



Point de vigilance

Une réorganisation avec déménagement des RTD n'est pas exclue.

Principalement localisées à Montreuil (env. 400 p. sur place) et à Villaroche en région parisienne, les activités pourraient être déménagées sur un site unique. Si cette hypothèse était vérifiée, les critères d'ampleur du déménagement, d'environnement, de coût des locaux, de réserve foncière etc. seront pris en compte pour déterminer le site retenu.

Les directions Safran et Zodiac précisent qu'aucun projet de déménagement n'est envisagé en 2017.



Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Génération

- ▶ Safran a conçu et, réalise la génération électrique de plateformes récentes : A380, A400M, F7X, divers avions d'affaires et hélicoptères. Il développe la génération de l'avion turbopropulsé chinois MA700.
- ▶ Sur les avions gros-porteurs, Safran bénéficie donc d'une expérience enrichie par les difficultés technologiques ayant pu se produire pour telle ou telle plateforme.
- ▶ S'agissant des applications de moindre puissance (hélicoptères, aviation générale), la société américaine Zodiac Innovation Power System (ZIPS) a développé des systèmes sur « petits » avions (Cessna) et sur des hélicoptères (dont AW169 de Leonardo), voire des drones.

Génération



Avis SECAFI

Pas de concurrence frontale sur les gros-porteurs (sauf développement en cours Zodiac non identifié).

Concurrence sur autres plateformes : hélicoptères et aviation générale. Un cas de confrontation en cours est celui de l'**Airbus Helicopters X6**.

Il existe donc des recouvrements.

Il existe une **possibilité de rapprochement aux Etats-Unis**, des ressources de ZIPs et de Safran Power, qui n'est pas exclue aux Etats-Unis (sites de Twinsburg et de Sarasota). Avis SECAFI : cela ne paraît pas un enjeu immédiat du rapprochement. Les directions Safran et Zodiac précisent qu'aucun projet de déménagement n'est aujourd'hui envisagé.

Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Distribution (1/3)

- ▶ Zodiac est présent, parfois comme systémier sur des plateformes très récentes voire encore en développement (A350, CSeries, MC21...).
- ▶ Safran réalise des cœurs et meubles électriques sur les plateformes suivantes : A320, A330, Embraer KC-390. Sur A320 et A330 toutefois, les productions ont été initialement conçues par le bureau d'études de l'avionneur.
- ▶ L'ambition de Safran, de monter en compétence sur la distribution, a probablement conduit à la constitution d'équipes de R&T voire R&D proposant des architectures de distribution innovantes pour des plateformes de type hélicoptères (X4, X6...) ou avions d'affaires.

Distribution



Conclusion

Pas de concurrence sur les gros-porteurs.
Toutefois, compte tenu de l'ambition de Safran, il est probable que des équipes travaillent sur des sujets comparables, y compris sur des puissances ou des problématiques touchant aux gros porteurs.
Il existe des recouvrements sur d'autres plateformes.

Il existe une **possibilité de rapprochement en région parisienne** (cf. Systèmes). Les directions Safran et Zodiac précisent qu'aucun projet de déménagement n'est aujourd'hui envisagé.

Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Distribution (2/3)

Distribution-
conversion de
réseau

- ▶ Zodiac a conçu et, réalise la conversion de réseau sur B787 en particulier.
- ▶ Safran peut revendiquer des compétences R&D mises en œuvre sur le KC-390 d'Embraer, voire des compétences de réalisation d'équipements sur A320 et A330.
- ▶ De plus, Safran a acquis les activités de contacteurs et convertisseurs d'Eaton, pouvant concurrencer ceux de Zodiac.



Conclusion

Les recouvrements paraissent marginaux pour R&T systèmes de conversion (conception-intégration-régulation).

Un recouvrement s'agissant des R&T composants (Eaton) est **possible**. Nous n'avons pas d'information concernant les caractéristiques comparées des composants Zodiac et Safran-Eaton, pour approfondir cette considération.

Avis SECAFI : l'éloignement des équipes R&T (France pour Zodiac, US pour Safran) limite la probabilité d'une réorganisation (notamment géographique) à moyen terme et **l'exclut à court terme**.



Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Distribution (3/3)

- ▶ Zodiac détient incontestablement les marchés les plus proches de l'état de l'art (A350...) : système et composants



Conclusion

Il résulte des considérations ci-dessus que **des recouvrements existent**, plutôt pour des plateformes de type hélicoptères, avions régionaux ou d'affaires, aviation générale.

Il existe une **possibilité de rapprochement en région parisienne (cf. Systèmes)**. Les directions Safran et Zodiac précisent qu'aucun projet de déménagement n'est aujourd'hui envisagé.

Point de vigilance : il peut y avoir également des recouvrements en fabrication.

Distribution
primaire

- ▶ Il en est de même au niveau de la distribution secondaire...

- ▶ ...Mais Safran dispose en la matière de plusieurs capacités à l'appui de ses ambitions :

- ▶ Développement en cours sur le KC390 d'Embraer.
- ▶ Issue de l'acquisition des composants électriques Eaton (convertisseurs, SSPC...), qui apporte une compétence en matière de composants.
- ▶ Issues de la maîtrise des câblages et de leur intégration avec des cœurs et meubles électriques sur certaines plateformes.
- ▶ Tout cela donne à Safran une crédibilité et une capacité à développer des solutions innovantes de distribution électrique, y compris sur gros-porteurs, y compris dans des démarches d'innovation incrémentale. Nota : le siège de la Division Systèmes d'Interconnexion Eurasia (EWISE) se trouve à Toulouse.

Distribution
secondaire



Conclusion

Il résulte des considérations ci-dessus que des **recouvrements existent**, en développement comme pour la proposition de solutions sur des plateformes en service. Il existe une **possibilité de rapprochement en région parisienne (cf. Systèmes)**. Les directions Safran et Zodiac précisent qu'aucun projet de déménagement n'est aujourd'hui envisagé. **Il peut y avoir également des recouvrements en fabrication de composants ou de meubles électriques.**

Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Câblage et connecteurs



Câblage & connecteurs

- ▶ Safran détient incontestablement les marchés les plus proches de l'état de l'art (787, A350...), dans la réalisation des câblages et la certification / documentation associée (schématique, études de cheminement). Ses compétences s'étendent de la conception à la réalisation de harnais, et incluent des services d'installation ou de maintenance de câblages.
- ▶ Zodiac Interconnect détient des compétences et des marchés s'agissant des systèmes de câblage en environnement sévère : systèmes et composants (connecteurs) adaptés aux applications en environnement sévère (câblage de réacteurs, turbines d'hélicoptères, trains d'atterrissage, etc.).



Point de vigilance

Pas de concurrence sur les harnais électriques « simples » gros porteurs, ni sur les connecteurs de Zodiac.

En revanche, **il y a concurrence sur le marché de niche des harnais « environnement sévère »**, pour la fabrication comme pour la réparation et fait l'objet d'efforts de R&D chez Safran. Notons que Latélec (Groupe Latécoère) a également communiqué sur sa volonté de se développer sur ce marché. **Préconisation : réaliser une analyse plus détaillée sur cette activité.**



Analyse détaillée des recouvrements possibles : domaine Electrification des charges

- ▶ Safran et Zodiac produisent des équipements électriques, et ont progressivement « électrifié » certains de leurs produits. Parmi les plus notables :
 - ▶ Pour zodiac : dégivrage des ailes B787, calculateurs, panneaux de cockpit, éclairage extérieur, etc.
 - ▶ Pour Safran : démarrage moteur, freins, commandes de vol, inverseur de poussée, ventilateurs.
- ▶ Au niveau d'une charge donnée, **les compétences requises sont multiples** et concernent principalement :
 - ▶ La Conversion,
 - ▶ La motorisation électrique,
 - ▶ L'actionnement, judicieusement couplé à un moteur électrique (plutôt qu'à un réseau pneumatique ou hydraulique),
 - ▶ Les perturbations électromagnétiques,
 - ▶ Le refroidissement,
 - ▶ La régulation du système (capteurs, entrées-sorties, etc.),
 - ▶ Tout cela dans des conditions spécifiques d'alimentation électrique, d'exigences de l'application (puissance requise notamment), d'environnement (pressurisation, température, volume disponible...), etc. **L'intégration des composants est essentielle** dans la performance globale, car c'est elle qui permet de mutualiser les gains autour du traitement des contraintes de puissance, de masse, refroidissement, compatibilité électro magnétique, etc.

Électrification
des charges



Conclusion

Les équipementiers des deux Groupes maîtrisent autant que de besoin ces diverses compétences, et **il existe probablement des recouvrements théoriques sur ces compétences**. Toutefois, les bureaux d'études sont aussi **dédiés aux équipements** sur lesquels ils travaillent, et par conséquent ont développé des **compétences spécifiques à leur intégration**, qui seraient perdues ou réduites en cas de reGroupement.

Par conséquent, une réorganisation des bureaux d'études paraît risquée s'agissant du maintien des compétences sur les équipements.



Avis SECAFI

Safran + Zodiac =
globalement positif

Sur l'Avion Plus Electrique, une tendance majeure de l'évolution de l'aéronautique, le rapprochement Zodiac - Safran est une évolution globalement positive : **chacun devrait se renforcer des compétences de l'autre**, qui sont à l'état de l'art mondial sur de nombreux aspects. **Les activités de R&T devraient donc gagner en efficacité** et en compétitivité par rapport à la concurrence.

Illustration : facilitation de la recherche par les équipes Zodiac de solutions d'hybridation de moteurs, avec l'appui de l'expertise Safran sur la propulsion d'avions gros-porteurs, de turbopropulseurs, d'avions d'affaires, d'hélicoptères, de drones

La complémentarité
souffre des
exceptions

▣ La complémentarité est une caractéristique forte de Safran et de Zodiac, particulièrement sur la chaîne électrique à bord des avions gros porteurs civils. Mais **cette complémentarité souffre d'exceptions** (potentielles ou avérées) relativement nombreuses.

▣ En particulier, **des cas de concurrence frontale existent** : génération pour hélicoptères (cf. marché X6) ; harnais « environnement sévère ».

Des recouvrements
existent...

▣ Par conséquent, des recouvrements existent dans les domaines technologiques privilégiés de l'avion plus électrique. **Il paraît donc très probable que des réorganisations auront lieu, après une période « d'observation »**. Les enjeux forts de tels projets en termes de pertinence, de gain/perte de compétences, et d'emploi, rendent ceux-ci **particulièrement délicats**.

Le Groupe Safran verrait son empreinte en Amérique du Nord se rééquilibrer

- ▶ Le **Groupe Safran** dispose d'une empreinte industrielle en France très supérieure à celle de **Zodiac**, avec des sites de taille plus importante.



70 sites
37 000 personnes



26 sites
7 300 personnes

- ▶ Les sites industriels des 2 Groupes sont répartis sur tout le territoire métropolitain avec cependant 3 zones de prédilection qui correspondent aux foyers historiques de l'industrie aérospatiale française :

Région Parisienne



30 sites
19 900 personnes

7 sites
2 200 personnes

Région Toulousaine



7 sites
3 300 personnes

1 site
250 personnes

Région Bordelaise



5 sites
2 060 personnes

1 site
100 personnes

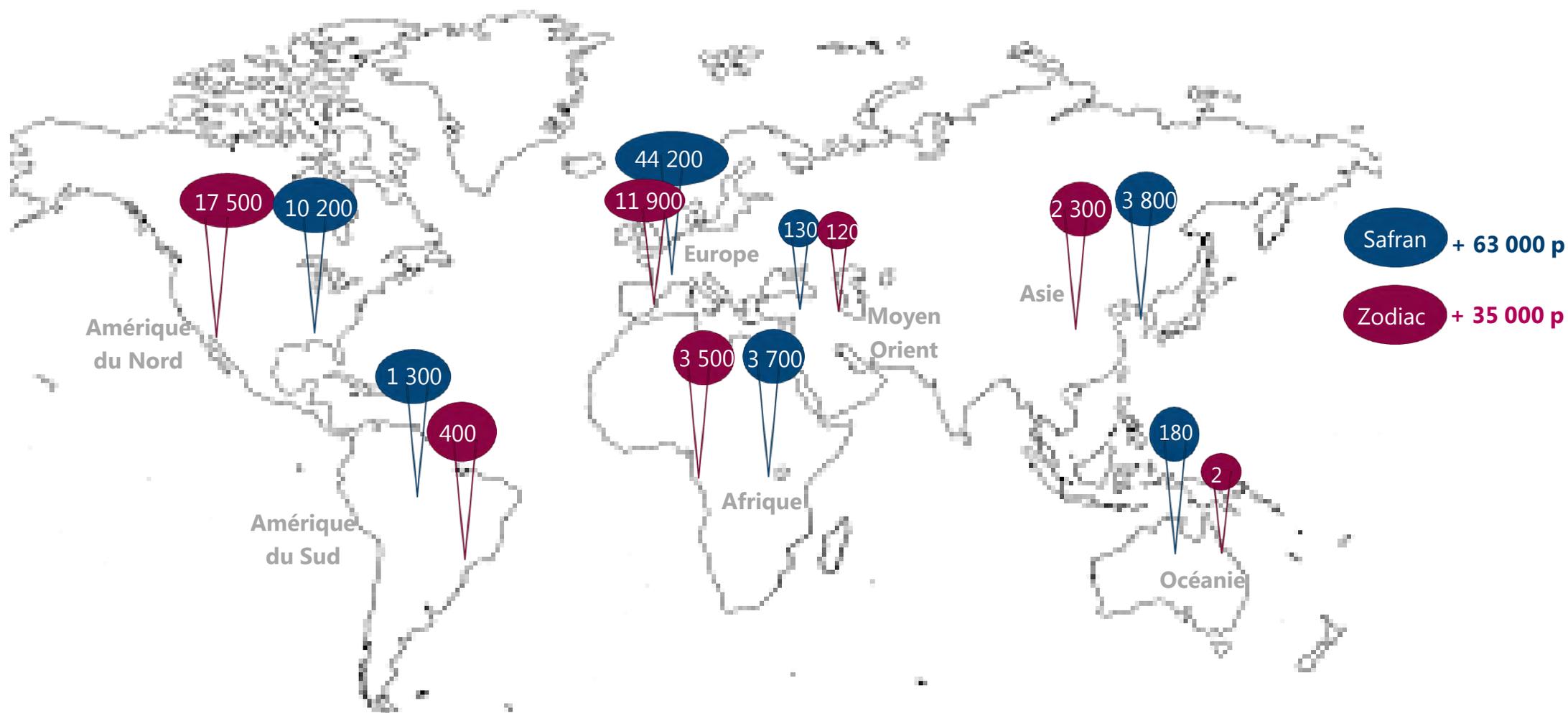


Avis SECAFI

Même si certaines implantations des 2 Groupes sont en relative proximité géographique, nous n'identifions pas à ce stade de synergies évidentes en termes de rationalisation des sites industriels en France à l'exception d'une co-localisation envisageable dans la métropole Toulousaine.

L'Amérique du Nord, et la Californie en particulier, se prêterait d'avantage à des rationalisations de sites industriels (cf. cartes pages suivantes).

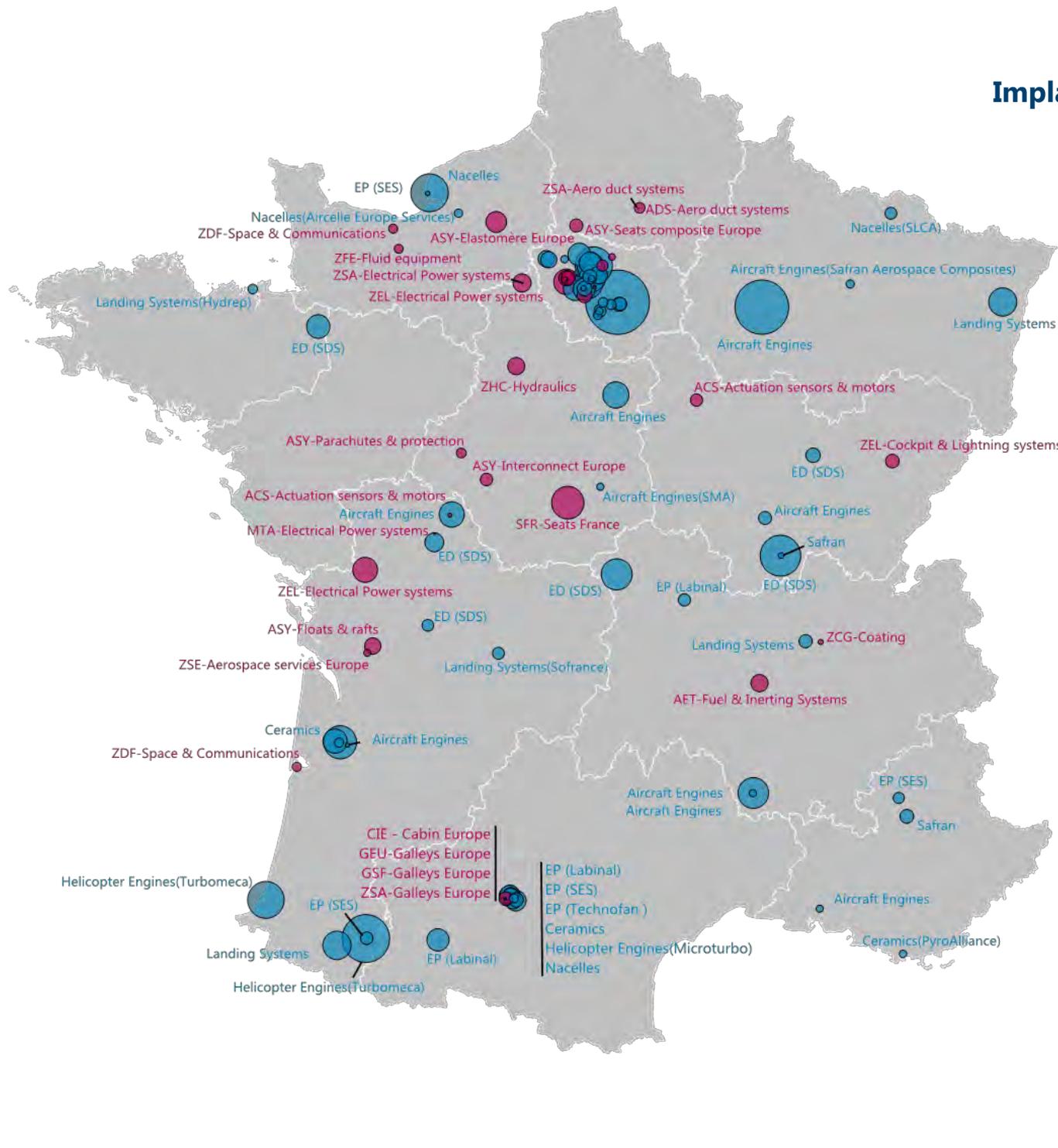
Effectif Monde



Estimation SECAFI 2016 (CDI/CDD)



Implantations Safran et Zodiac en France



Groupe d'appartenance

● Safran

● Zodiac

Effectif CDI + CDD

○ 4 752

○ 2 500

○ 1 000

○ 250

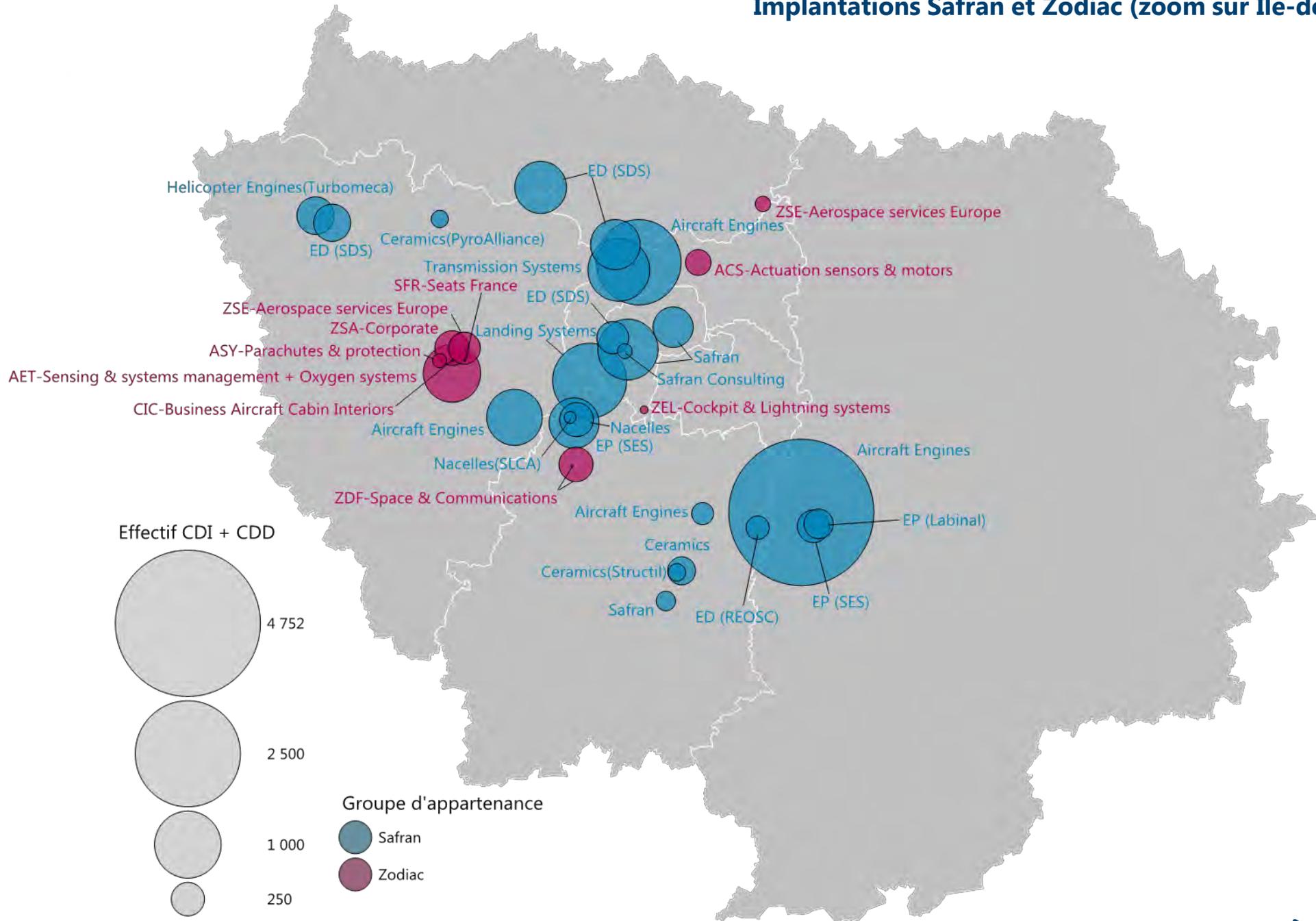
ED : Electronics & Defense

EP : Electrical & Power

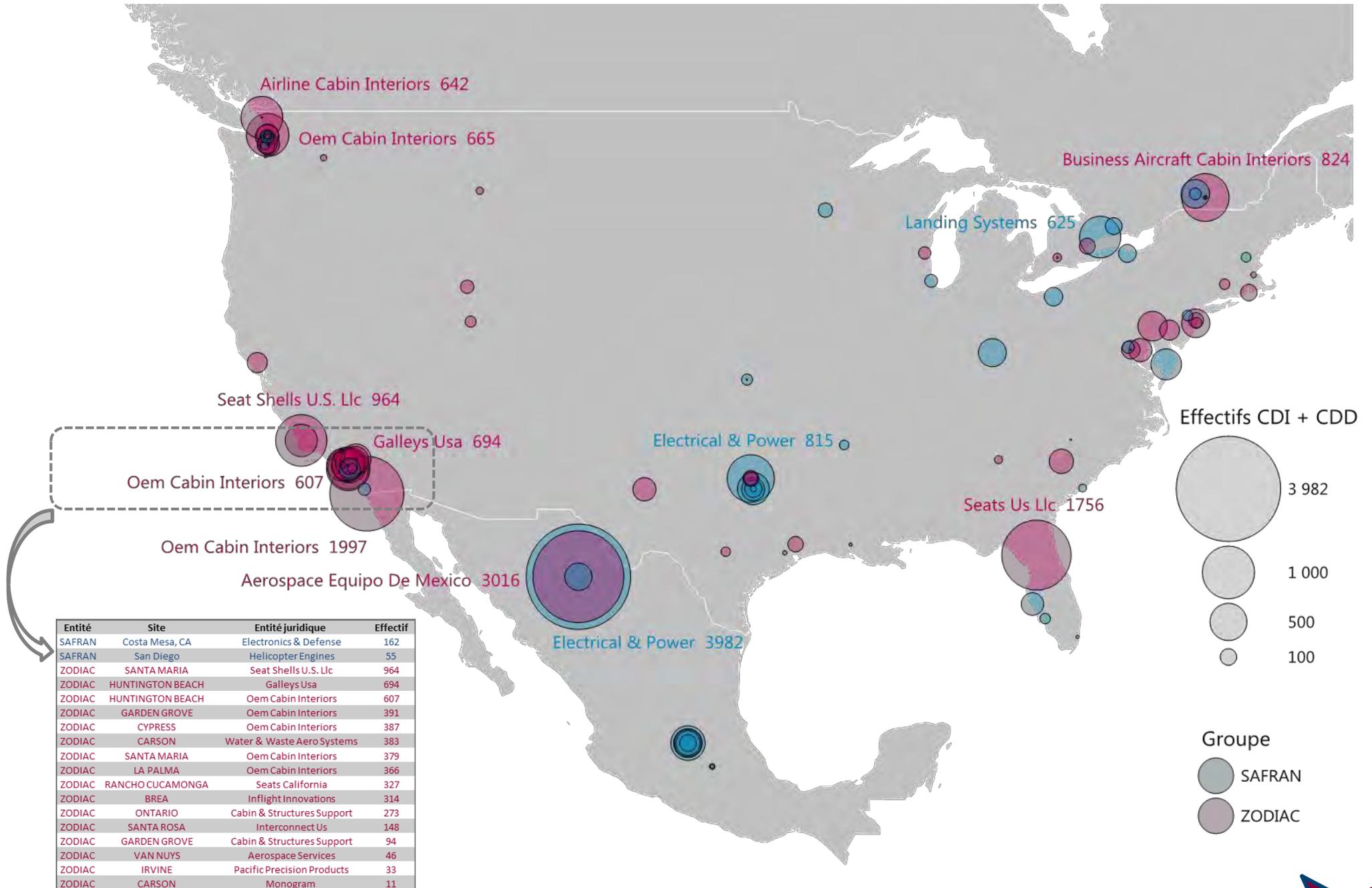
EP (Labinal)



Implantations Safran et Zodiac (zoom sur Ile-de-France)



Implantations Safran et Zodiac (zoom sur Amérique du Nord)



Un projet de rapprochement qui fait sens sur le plan stratégique, mais un chemin d'obtention de la performance opérationnelle qui pourrait être plus difficile à gravir (1/3)

- ▶ En l'absence de *due diligences* réalisées en amont de cette opération, la vision croisée du management des 2 Groupes semblait, avant la publication du *profit warning* de Zodiac, très positive.
 - ▶ La présence de Zodiac sur nombre d'appareils régionaux est vue comme un aspect très positif, alors que Safran est essentiellement présent sur les avions commerciaux de plus fort tonnage.
 - ▶ Les activités des 2 Groupes sont très complémentaires en termes de modèles de revenus (1^{ière} monte SFE et BFE, rechanges SFE et BFE, retrofit).
 - ▶ Les zones de recouvrement sont très faibles.
 - ▶ La taille du nouvel ensemble permettrait de le hisser au 2^{ème} rang mondial du marché des équipements aéronautiques.

- ▶ Initialement, le management de Safran se disait « prêt à assumer le risque de cette opération au vu des actions prises par Zodiac dans le cadre de son plan Focus ».
 - ▶ Le Groupe Safran ayant beaucoup travaillé, dans un passé récent, sur la « robustification » de ces processus, *Focus* leur apparaît comme un plan qui actionne les bons leviers afin de résoudre les problèmes actuels sur la branche sièges et la branche cabine.

- ▶ **Cette opinion ne semble pas remise en cause par les évènements récents, cependant les visites effectuées par le management du Groupe Safran sur plusieurs sites industriels du Groupe Zodiac Aerospace viennent quelque peu tempérer cette vision « idyllique », au moins sur le court terme.**

Un projet de rapprochement qui fait sens sur le plan stratégique, mais un chemin d'obtention de la performance opérationnelle qui pourrait être plus difficile à gravir (2/3)

- ▶ 6 sites industriels ont été visités par des équipes de Safran entre fin mars et début avril 2017.
 - ▶ 2 sites de la branche Seats : Issoudun (Zodiac Seats France), Cwmbran au Royaume Uni (Zodiac Seats UK)
 - ▶ 4 sites de la branche Cabin en Californie : Cypress (activité toilettes), Huntington Beach (activités Galleys), Bolsa (activités d'intégration d'intérieurs, activité de design), Brea (activité IFE).
- ▶ Selon la direction de Safran, ces visites auraient montré des organisations industrielles perfectibles et pour certaines d'entre elles relativement éloignées de l'état de l'art des standards industriels :
 - ▶ Des espaces encombrés notamment dans les zones de réception et d'expédition des marchandises,
 - ▶ Des standards Santé Sécurité et Environnement (SSE) éloignés des normes d'aujourd'hui,
 - ▶ Peu ou pas de culture 6-sigma,
 - ▶ Le peu d'attention porté à la protection des produits en cours d'assemblage, alors que pour certains d'entre eux, l'apparence du produit constitue une des principales valeurs perçues par les clients,
 - ▶ De nombreuses zones cliniques pour traiter les anomalies détectées sur ligne,
 - ▶ Un faible recours au *kitting*,
 - ▶ A noter que les « manquants » sur ligne n'ont pas été relevés comme un point bloquant majeur lors des visites, ce qui peut être rapproché du point précédent : le faible niveau de *kitting* sur ligne ne permettant pas d'appréhender visuellement le niveau des manquants (non présents et/ou non conformes).



Un projet de rapprochement qui fait sens sur le plan stratégique, mais un chemin d'obtention de la performance opérationnelle qui pourrait être plus difficile à gravir (3/3)

- ▶ Ces visites ont permis au Groupe Safran d'identifier les principaux leviers d'amélioration qu'il compte mettre en place, dès qu'il aura pris le contrôle du Groupe Zodiac.
 - ▶ Selon les dirigeants de Safran, l'application des standards déployés actuellement dans le Groupe Safran permettrait d'obtenir des gains de productivité substantiels à un horizon de 12 à 18 mois (entre 15 et 20 % sans changement d'horaires de travail).
 - ▶ L'obtention de ces gains nécessiterait le lancement de chantiers *Lean* sur les lignes de production et le détachement de personnels Safran spécialistes de ces méthodes d'organisation industrielle (notamment des personnels qualifiés *Black belts*).

- ▶ Des améliorations de plus long terme ont également été envisagées moyennant la poursuite des actions actuellement menées par Zodiac, sur la remise à plat de certains schémas industriels.
 - ▶ Poursuite de la mise en place de Centres d'Excellence (COE) par nature de produits, dans le but d'optimiser la réactivité/proximité clients et la compétitivité sur la branche Cabine.
 - ▶ Un COE se caractérisant par un seul site en charge de l'autorité technique sur un produit et potentiellement plusieurs sites de production (internes ou externes) mais utilisant les mêmes outillages de production, les mêmes méthodes d'assemblage et possédant les mêmes courbes d'apprentissage.
 - ▶ Rationalisation de la *supply chain* interne et externe.
 - ▶ Renforcement des compétences en méthodes et industrialisation de produits.





Thème 2 :

Analyse du projet d'un point de vue économique, financier et juridique

La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (1/6)

Répartition du capital et des droits de vote de Zodiac Aerospace

31/08/2016

	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Nominatifs				
Familles	68 941 266	23,8%	132 590 426	36,6%
Salariés	4 347 733	1,5%	6 655 148	1,8%
FFP Invest	14 993 635	5,2%	26 635 270	7,3%
Autres actionnaires	19 601 454	6,8%	27 396 112	7,6%
Autocontrôle	12 811 222	4,4%		0,0%
Total nominatifs	120 695 310	41,6%	193 276 956	53,3%
Autres actionnaires	169 377 123	58,4%	169 377 123	46,7%
Total	290 072 433	100%	362 654 079	100%

- ▶ Ce nouveau projet est à la fois plus simple et plus classique dans sa conception. Il s'agit d'une offre d'acquisition mixte en numéraire et en titres composé :
 - ▶ D'une **offre principale d'achat** en numéraire, **non plafonnée**, visant la totalité du capital de Zodiac Aerospace au prix de 25 € par action Zodiac Aerospace.
 - ▶ D'une **offre subsidiaire d'échange, plafonnée** à 31,4 % du capital de Zodiac Aerospace et rémunérée en actions, de préférence Safran, incessibles pendant une durée de 3 ans.
- ▶ Cette nouvelle offre entérine de fait, la renonciation de la majorité des actionnaires Zodiac, à la prolongation des pactes Dutreil ou sein de l'actionnariat de Safran.
 - ▶ Certains actionnaires familiaux de Zodiac et les investisseurs institutionnels FFP et FSP représentant en tout plus de 27 % du capital de Zodiac, se sont engagés par convention à apporter leurs actions à l'offre.
 - ▶ En contrepartie, Safran s'est engagée à soutenir la nomination comme administrateur du Groupe, d'un représentant de FFP (ou du FSP) à l'Assemblée Générale devant se tenir en 2018.



La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (2/6)

▶ Contrairement aux dispositions de l'offre initiale, **tous les actionnaires disposeront des mêmes options :**

- ▶ Option 1 : apporter leurs titres à l'opération et choisir de recevoir la compensation financière le jour de la livraison (25 € par titre Zodiac apporté).
- ▶ Option 2 : apporter une fraction de leurs titres à l'opération et demander l'échange de l'autre fraction en actions de préférence Safran avec une parité comprise entre 0,3 et 0,332 titre Safran par titre Zodiac apporté.
 - ▶ La parité définitive étant définie par un mécanisme d'ajustement (collar) en fonction de la valeur moyenne de l'action Safran sur une période prédéterminée précédant l'opération.
- ▶ Option 3 : ne pas apporter leurs titres à l'opération et conserver leurs titres Zodiac.
 - ▶ Cette option a notamment été choisie par certains actionnaires familiaux engagés dans des pactes de conservation préalables à des donations. Ceux-ci se sont engagés auprès de Safran à apporter leurs titres au fur et à mesure de l'extinction de leurs obligations de conservation individuelles ou collectives et à les convertir en cash au prix de l'OPA (25 €), majoré d'intérêts.
 - ▶ Cette option pourrait également être exercée par certains actionnaires considérant que le titre Safran est sous-évalué ou espérant une sortie en cash plus attractive en cas d'offre d'achat simplifiée préalable à une radiation de la cote.

▶ Le mécanisme d'offre subsidiaire en titres devrait permettre aux familles et à certains investisseurs institutionnels de demeurer actionnaires de référence du Groupe Safran.

- ▶ La clause d'incessibilité des titres pendant 3 ans étant censée décourager les actionnaires de Zodiac pour qui la liquidité est un élément important (cas de la plupart des Fonds).
- ▶ L'issue de cette offre subsidiaire est néanmoins plus incertaine du fait du mécanisme de plafonnement.
 - ▶ Safran s'engage en effet à servir l'intégralité des demandes de conversion en titres Safran dans la limite du plafond de 31,4 % du capital de Zodiac.
 - ▶ Ce plafond correspondrait à l'émission d'actions de préférence Safran (entre 26,7 et 29,5 Millions d'actions) et permettrait ainsi de limiter la dilution des actionnaires actuels de Safran.
 - ▶ En cas de demande d'échange supérieur à ce plafond, un mécanisme de réduction au prorata des titres apportés serait appliqué.

La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (3/6)

- ▶ Dans le nouveau projet, **le montant des synergies visées n'a pas été modifié**, il est toujours d'environ 200 M€ se répartissant de la manière suivante :
 - ▶ De l'ordre de 20 M€ d'achats de production : il y a peu de fournisseurs communs majeurs ; le montant visé rapporté aux achats de production cumulés est, cela étant, minime.
 - ▶ Les achats de production représentent 8 Md€ côté Safran contre 2,5 Md€ côté Zodiac, mais les bases fournisseurs sont plus qu'inversement proportionnelles : 7 000 fournisseurs pour Zodiac, 3 000 fournisseurs pour Safran.
 - ▶ 90 à 100 M€ d'achats hors production : cela représenterait environ 1% d'économie par an pendant 3 ans, si on exprime le montant visé en regard de la base cumulée des achats hors production.
 - ▶ Les achats hors production représentent 2,4 Md€ côté Safran contre 0,9 Md€ côté Zodiac.
 - ▶ 50 M€ de rationalisation de sites, via des regroupements, en particulier aux Etats-Unis ; une appréciation sur la crédibilité de l'objectif supposerait des précisions sur les coûts de fonctionnement des sites visés et leur nombre.
 - ▶ De l'ordre de 30 M€ sur les fonctions centrales ; aucun établissement n'étant touché, des départs non remplacés et des réaffectations (~280 personnes) peuvent être présumés et doivent pouvoir être rapportés aux effectifs existants.
 - ▶ 10 M€ sur la R&T (électrique), sans plus de détail sur la typologie et la localisation de ces synergies.
- ▶ Mais le **rythme d'obtention** de ces synergies **a été revu à la baisse**.
 - ▶ Le délai d'obtention de 100 % des synergies est désormais de 5 ans (vs 3 ans dans le projet initial) ; 90 % des synergies sont attendues au bout de 3 ans (vs 2 ans dans le projet initial).
- ▶ Et **les coûts d'implémentation ont sensiblement progressé**.
 - ▶ Elles passent de 150 M€ à 215 M€ (+65 M€). Outre l'effet mécanique de l'étirement du planning, il semble que les moyens à mettre en œuvre pour obtenir les synergies industrielles aient été revues à la hausse.

La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (4/6)

- ▶ Le coût d'acquisition de Zodiac Aerospace ne correspond que partiellement à la trésorerie consacrée à l'opération. L'écart entre les deux notions tient :
 - ▶ À l'existence d'une composante « échange de titres », qui ne suppose aucun mouvement de trésorerie.
 - ▶ Cette composante étant par ailleurs d'ampleur comprise entre des bornes : entre 0 et 31,4 % des titres Zodiac qui seraient échangés, l'équilibrage se faisant avec la part des titres apportés à l'OPA, oscillant entre 0 et 100 %.
- ▶ Le **coût de l'acquisition**, revu à la baisse, pourrait être compris **entre 8,6 et 8,8 Md€** (y.c. endettement Zodiac).
 - ▶ La trésorerie consacrée à l'OPA : un nombre d'actions représentant au maximum 100 % du capital de Zodiac avec un prix d'acquisition de 25 € par action acquise, soit un montant d'environ 7,3 Md€ pour 100 % des actions et 5 Md€ pour une quotité de 68,6 %.
 - ▶ Actions Safran créées pour rémunérer les actions Zodiac apportées à l'échange : au maximum 29,5 millions d'actions Zodiac qui valorisés au cours actuel (~80 €) représentent environ 2,4 Md€.
 - ▶ Auquel il faut ajouter l'endettement de Zodiac pour environ 1,4 Md€.
- ▶ Le nouveau projet d'OPA entérine une **baisse de la valeur d'entreprise de Zodiac Aerospace** consécutive à l'allongement de la période de rétablissement des activités Cabine et Sièges et une prudence sur l'atteinte à terme des niveaux de profitabilité historiques.
 - ▶ Les perspectives de l'activité Aerosystems n'ont pas été modifiées dans la nouvelle version du Business plan de référence qui a servi à élaborer la nouvelle offre.
 - ▶ Mais les difficultés des activités Sièges et Galleys ont amené le management à prendre certaines mesures de prudence sur les prévisions d'activité et leur niveau de transformation en cash à moyen et long terme.
 - ▶ Les valeurs terminales retenues (au-delà de 2020) en termes de profitabilité opérationnelle des branches Sièges et Cabine seraient sensiblement moins fortes que les valeurs historiques.

La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (5/6)

- ▶ La première étape du projet a été couronnée de succès.
 - ▶ L'offre publique d'achat a été approuvée par l'AG extraordinaire de Safran du 15 juin 2017 dans laquelle les 2 résolutions relatives à ce projet ont été adoptées :
 - ▶ Résolution 32 : autorisation de création d'actions de préférence.
 - ▶ Résolution 33 : délégation donnée au CA d'émettre jusqu'à 40 millions d'actions de préférence.
- ▶ Cette étape devrait permettre le lancement des procédures « anti trust ».
 - ▶ Les demandes d'agrément concerneraient 11 pays, dont la Chine qui dispose de modalités spécifiques pouvant conduire à allonger globalement le délai d'obtention .
 - ▶ Il faudra également que le Groupe reçoive l'aval de certains de ses clients, notamment de Boeing, dont les contrats sont assortis de clauses de changement de contrôle.
- ▶ En regard de ces obligations, la période d'obtention des agréments pourrait s'étirer jusqu'en fin d'année 2017.
- ▶ L'OPA à proprement dite pourrait être lancée vers la fin de l'année 2017, sans attendre les retours formalisés de la totalité des agréments, à la condition que les principaux retours aient été jugés favorables.
- ▶ Le succès de l'offre est, comme dans la précédente, conditionné à l'atteinte du seuil de 50 % du capital et 2/3 des droits de vote de Zodiac.
 - ▶ Safran devra acquérir 146 Millions des 292 Millions d'actions Zodiac, faute de quoi serait constaté un échec de l'OPA (sauf à ce que Safran demande à l'AMF d'autoriser un abaissement de seuil prévu dans son règlement général).
 - ▶ Contrairement à l'offre initiale, Safran ne versera pas de dividende exceptionnel antérieurement à l'offre, mais s'est engagé à proposer en AG un programme de rachat d'actions d'un montant maximal de 2,3 Md€ sur une période de 2 ans.



La nouvelle opération financière proposée est à la fois plus simple, plus classique dans sa conception et moins risquée (6/6)

- ▶ Dans le cas où l'offre recevrait un accueil très favorable du marché permettant à Safran de détenir près de 95 % des titres de Zodiac, Safran pourrait dans un second temps :
 - ▶ Soit procéder à une offre publique de retrait.
 - ▶ Soit procéder à une fusion à la condition que l'Assemblée Générale des actionnaires de Safran l'approuve.
 - ▶ L'une ou l'autre de ces 2 opérations interviendra vraisemblablement assez rapidement et en tout cas sans attendre 2022, date de retrait définitif des actionnaires familiaux détenant moins de 5 % des titres Zodiac.
- ▶ Dans le cas contraire, la situation pourrait être plus délicate à gérer pour Safran.
 - ▶ La proposition de fusion demeurerait toujours possible, Safran détenant toujours plus des 2/3 du capital de Zodiac (seuil de renonciation volontaire).
 - ▶ Mais l'offre de retrait serait contrariée, obligeant Safran à racheter des titres sur le marché par petites quantités jusqu'à l'obtention du seuil des 95 %, ce qui pourrait nécessiter un peu de temps.



Thème 3 :

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement

Une organisation de la R&T différenciée

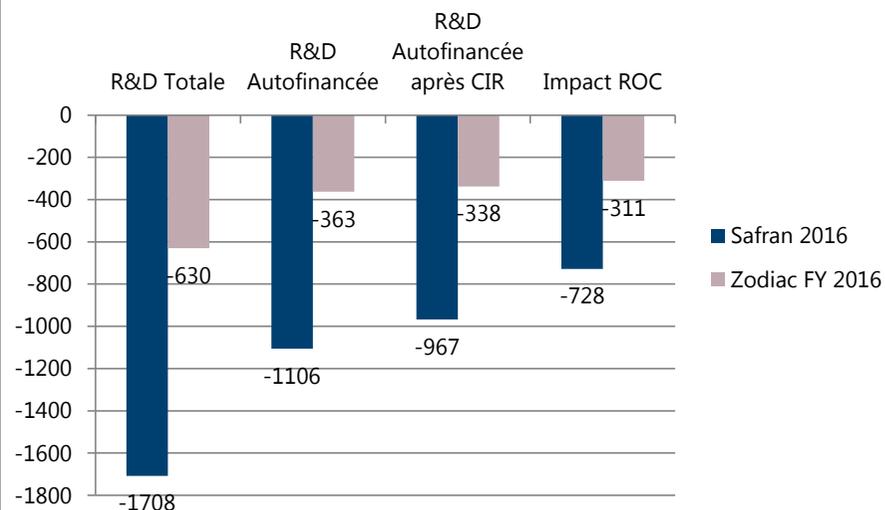
Données économiques comparatives des deux Groupes en matière de R&T / R&D

R&T et R&D (M€)	Safran 2016	Zodiac FY 2016
R&D Totale	-1708	-630
% du CA - R&D Totale	10,8%	12,1%
Financements externes	602	267
R&D Autofinancée	-1106	-363
% d'autofinancement	64,8%	57,6%
% du CA	7,0%	7,0%
CIR	139	25
R&D Autofinancée après CIR	-967	-338
% d'autofinancement après CIR	56,6%	53,7%
R&D activée	343	65
% part R&D totale activée	20,1%	10,3%
Amortissements et dépréciation R&D	-104	-38
Impact ROC	-728	-311
R&D nette en % du chiffre d'affaires	4,6%	6,0%

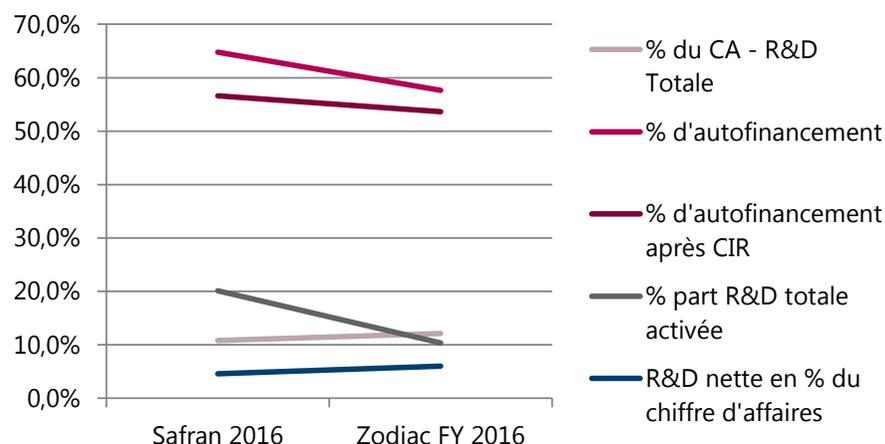
R&D seule (M€)	Safran 2016	Zodiac FY 2016
R&D Totale	-1198	-565
% du CA - R&D Totale	7,6%	10,8%
Financements externes R&D	494	254
R&D autofinancée	-704	-311
% d'autofinancement	58,8%	55,0%
% du CA	4,5%	6,0%

Données monde

Comparatif des grandeurs économiques de R&T / R&D



Comparatif indicateurs R&T / R&D



Ramené au chiffre d'affaires, l'effort de R&D brut de Zodiac est plus important que celui Safran. Du fait d'une meilleure capacité à mobiliser des financements ?

- ▶ Le tableau et les schémas ci-avant présentent des données économiques comparatives concernant la R&T et la R&D au sein des Groupes Safran et Zodiac (périmètre monde) :
 - ▶ R&T s'entendant – de façon homogène pour les deux Groupes – pour des activités dont le TRL (*Technological Readiness Level*) est compris entre 1 et 6 (sujets amonts), et R&D pour des activités dont le TRL est compris entre 7 et 9 (sujets aval).
 - ▶ Les données Safran sont des données de l'exercice 2016 ; les données Zodiac sont celles de FY 2016 (septembre 2015 - Août 2016) : en dépit de cette légère désynchronicité, elles permettent de relever d'intéressants points de comparaison.
- ▶ La ligne « R&D Totale » indique la totalité des coûts de R&T / R&D de chacun des deux Groupes, qui s'établit à 1,708 M€ pour Safran et à 630 M€ pour Zodiac (sur les périodes considérées) :
 - ▶ En proportion du chiffre d'affaires, l'effort de R&D brut de Zodiac (12,1 %) est plus important que celui de Safran (10,8%).
- ▶ Les deux Groupes font appel à des financements externes pour supporter leur R&T / R&D :
 - ▶ Essentiellement des subventions nationales ou européennes pour ce qui concerne la R&T.
 - ▶ Et des financements client pour la R&D.
 - ▶ La part des financements externes est plus importante pour Zodiac, qui du coup n'autofinance que 57,6 % de son effort de R&T / R&D, alors que Safran en autofinance 64,8 % : l'écart constaté, de plus de 7 points, est significatif. Il provient sans doute en partie de l'activité « sièges » de Zodiac, les compagnies aériennes ayant une propension à financer partiellement sinon le développement ou du moins le *retrofit* des sièges business.
 - ▶ Si un niveau d'autofinancement moindre contribue dans l'absolu à une meilleure performance économique, il restreint également la capacité d'une entreprise ou d'un Groupe à décider de ses orientations, ces dernières étant soumises aux *desiderata* des financeurs.
- ▶ Exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires, la R&T / R&D autofinancée s'établit, pour les deux Groupes, à un même niveau de 7 %.



Un meilleur accès au dispositif du C.I.R et un niveau d'activation élevé permettent à Safran de limiter l'impact de la R&T / R&D sur son résultat économique

- ▶ Safran s'avère par contre bien plus efficient que Zodiac pour ce qui est de bénéficier du Crédit d'Impôt Recherche :
 - ▶ Ce dernier couvre pour Safran 8,1% de son effort total de R&T / R&D.
 - ▶ Contre 4% seulement pour Zodiac.
 - ▶ Cela réduisant l'écart entre les deux Groupes en matière d'autofinancement de la R&T / R&D. Soit, après C.I.R, un ratio de R&T / R&D autofinancée de 56,6% pour Safran et de 53,7% pour Zodiac.
 - ▶ De plus de 7 points avant C.I.R, l'écart passe à moins de 3 points du fait du crédit d'impôt recherche. Cela pouvant s'expliquer par un niveau d'implantation en France plus fort chez Safran que chez Zodiac.
- ▶ Safran pratique également beaucoup plus l'activation du développement (R&D) que ne le fait Zodiac :
 - ▶ Il s'agit en l'occurrence de considérer certains coûts de R&D comme de l'investissement et non des charges, de les comptabiliser en conséquence à l'actif du bilan, et de ne les constater au compte de résultat qu'ultérieurement (théoriquement au moment où l'investissement génère des retombées).
 - ▶ De fait, la part de l'effort total R&D activée s'établit à 20,1% pour Safran contre 10,3% pour Zodiac.
 - ▶ Il est très vraisemblable que les deux Groupes ont une application distincte d'IAS 38 en matière d'activation.
 - ▶ Notons que les amortissements et dépréciations représentent (en 2016) pour Zodiac une part plus importante des montants activités que cela n'est le cas pour Safran. Cela pouvant indiquer que les règles d'activation sont depuis peu plus strictes chez Zodiac, ou que 2016 a vu le Groupe réaliser des dépréciations significatives (cela avait été le cas chez Safran en 2015).
- ▶ En définitive, et bien que la R&T / R&D ait un niveau d'autofinancement moindre chez Safran, son niveau net, ramené au chiffre d'affaires, n'est que de 4,6% chez ce dernier, contre 6% pour Zodiac.
 - ▶ On notera que ces impacts se constatent directement – en termes de points d'*EBIT* – sur les résultats opérationnels courants (*EBIT*) des deux Groupes.

Un focus sur la R&T fait apparaître de fortes disparités entre les deux Groupes

	Safran	Zodiac
R&T totale 2016 / FY 2016	Environ 500 M€ (très majoritairement en France) Représente environ un quart de l'effort total R&T et R&D	65 M€ (dont environ 50% en France) Représente environ 10% de l'effort total R&T et R&D
Tendance 2017	Croissance	Croissance
Subventions externes 2016/ FY2016	Représente environ 20% de l'effort total de R&T	Représente environ 20% de l'effort total de R&T
Domaines de R&T (par ordre décroissant d'efforts)	Ensembles propulsifs Matériaux Numérique et digitalisation Electrique et électronique Méthodes et outils	Electrique et électronique Matériaux
Modèle d'organisation	Répartition entre entités mutualisées (un tiers de l'effort environ) et sociétés. Mutualisation intermédiaire, pour leurs filiales, dans certaines sociétés de tête. Mutualisations instrumentées par des systèmes de cotisation (<i>fees</i>).	Totalement décentralisé dans les BU. Dans les sociétés ? Un réseau d'experts (20) assure la coordination avec la DI.
Entités mutualisées	Safran Tech (effectif : 500) Safran Analytics (effectif : 40) Safran Venture : fonds d'investissement dans des <i>start ups</i>	Direction de l'innovation (effectif : 4)

► Le tableau ci-dessus présente, dans les grandes lignes, notre comparatif des modèles de R&T des deux Groupes, modèles qui présentent de fortes disparités.

- Ce tableau ne concerne que la R&T, c'est-à-dire les sujets les plus amonts, pour lesquels le TRL est compris entre 1 et 6. Il s'agit donc de technologies ou de produits qui ne sont pas encore en phase d'industrialisation.
- Pour ce qui concerne la R&D, nous n'avons pas relevé de distinctions majeures entre les modèles d'organisation des deux Groupes. Dans l'un comme dans l'autre, un projet de R&D est typiquement un développement réalisé dans le cadre d'un programme avion, et est en règle générale mené dans la société qui sera amenée à fabriquer l'équipement ou le produit.

Safran dédie en proportion plus de ressources aux sujets amonts que ne le fait Zodiac, avec de possibles recouvrements sur l'électricité et les composites

- ▶ Manifestement, Safran et Zodiac ne mettent pas l'accent au même niveau sur les sujets amonts :
 - ▶ La R&T Safran représente environ un quart de l'effort total de R&T / R&D du Groupe, qui mobilise des moyens de plus en plus importants au fur et à mesure que les TRL montent.
 - ▶ Ce ratio n'est que d'environ 10% dans le Groupe Zodiac, pour un montant s'établissant aux alentours de 65 M€ en FY16, dont la moitié environ en France :
 - ▶ Au périmètre France, la branche Aerosystems consomme plus de 80% des ressources de R&T.
 - ▶ Il convient tout de même de relativiser cet écart du fait de l'activité de motoriste de Safran, sachant qu'il n'existe pas de périmètre équivalent chez Zodiac.
 - ▶ De fait, la R&T sur les ensembles propulsifs représente sans doute une part significative de la R&T Safran : il s'agit de produits dont les cycles de développement, mais aussi de commercialisation, sont longs.
 - ▶ Néanmoins, même en excluant les ensembles propulsifs, la part de R&T dans l'effort total R&T / R&D de Safran restera supérieure à ce qu'elle est chez Zodiac.
- ▶ Les ordres de grandeur que nous présentons dans le tableau ci-avant sont des valeurs 2016 (pour Safran) et FY16 (pour Zodiac) ; dans les deux Groupes, la tendance 2017 est à la croissance des efforts de R&T.
- ▶ Notons également que les deux Groupes parviennent à faire financer en externe environ 20% de leur effort de R&T (pour Zodiac, par des subventions françaises, allemandes ou européennes).
- ▶ Les deux Groupes possèdent deux domaines de R&T communs :
 - ▶ Matériaux (composites), d'une part.
 - ▶ Electricité et électronique, d'autre part.
 - ▶ Le second domaine étant le plus important pour le Groupe Zodiac.
 - ▶ Il conviendra, si le projet de rapprochement aboutit, d'analyser plus finement la nature des activités des deux Groupes dans ces deux domaines, afin d'en apprécier la complémentarité ou au contraire les recouvrements.

Les modèles d'organisation, notamment en R&T, des deux Groupes sont totalement différents : le rapprochement pourrait entraîner des réorganisations

- ▶ Le modèle d'organisation de la R&T pour Safran s'appuie sur une certaine forme de centralisation :
 - ▶ Si deux tiers de l'autofinancement R&T Safran correspond à des activités réalisées dans les filiales du Groupe, le tiers restant se rapporte à des activités mutualisées.
 - ▶ Le centre de recherche Groupe de Saclay, Safran Tech, compte près de 500 chercheurs, comporte 6 pôles de recherche et 4 plateformes technologiques qui couvrent la plupart des sujets sur lesquels le Groupe se montre actif.
 - ▶ L'entité Safran Analytics est spécialisée dans l'exploitation des données dont dispose Safran, en vue d'offrir de nouveaux services (*big data*). On y dénombre une quarantaine de salariés.
 - ▶ Les deux entités ci-dessus sont typiquement porteuses d'activités mutualisées, au sens où elles réalisent des projets pour les diverses sociétés du Groupe.
 - ▶ Par ailleurs, certaines sociétés de tête du Groupe (ex. Safran Power) peuvent mutualiser la R&T pour leurs filiales.
 - ▶ La mutualisation dans Safran repose sur un système de cotisations (*fees*).
 - ▶ Notons enfin que Safran a récemment créé un fonds d'investissement dans des *start-ups*.
- ▶ A contrario, Zodiac ne possède en central qu'une direction de l'innovation dont l'effectif est de 4 salariés : un expert brevets, un chargé de recherche de subventions, un boursier CIFRE (spécialisé dans les processus d'innovation) et un correspondant aux USA...
 - ▶ Auxquels on peut ajouter un coordinateur technique rattaché à la branche Aerosystems.
 - ▶ Le modèle de Zodiac est donc presque totalement décentralisé ; chaque BU étant en charge de sa propre R&T.
- ▶ Il ne s'agit pas à ce stade de dresser les avantages et les inconvénients, certes bien réels, de chacun des deux modèles :
 - ▶ Néanmoins, si le projet de rapprochement aboutit, il est plausible d'imaginer qu'il y aura à terme convergence vers un modèle unique (celui de Safran, qui est l'acquéreur ?). Cela impliquera une réorganisation des activités de R&T.
 - ▶ Au-delà de la R&T, ce constat prévaut pour l'organisation des deux Groupes : le modèle Safran met en avant les sociétés, alors que celui de Zodiac repose sur les structures de branche, de division et de BU.

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement

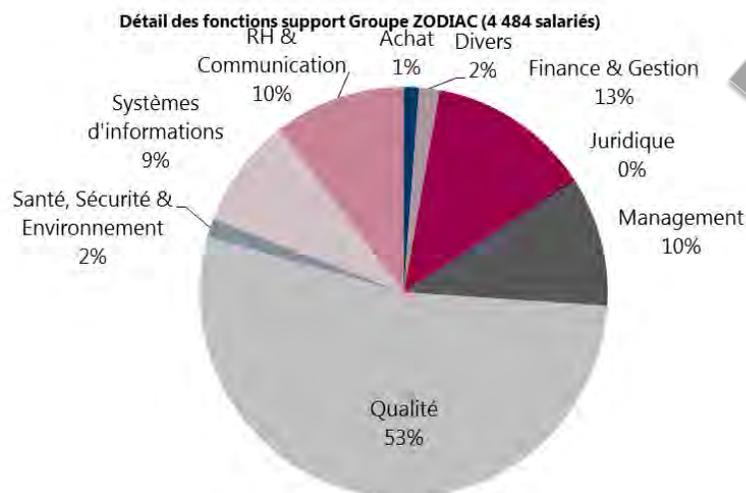
Les Fonctions support

Quelques éléments d'appréciation des fonctions supports dans les 2 Groupes

Groupe ZODIAC

Fonctions support (siège + entités) Monde	4 484
Poids dans le Groupe	14,2%
Siège social ZODIAC SA	275
Poids du siège dans le Groupe	0,9%
Effectifs totaux France	6 990
Poids de la France / Monde	22,2%
Fonctions support (siège + entités) France	1 207
Poids des fonctions support France / Monde	26,9%
Taux de centralisation des fonctions support	6,1%

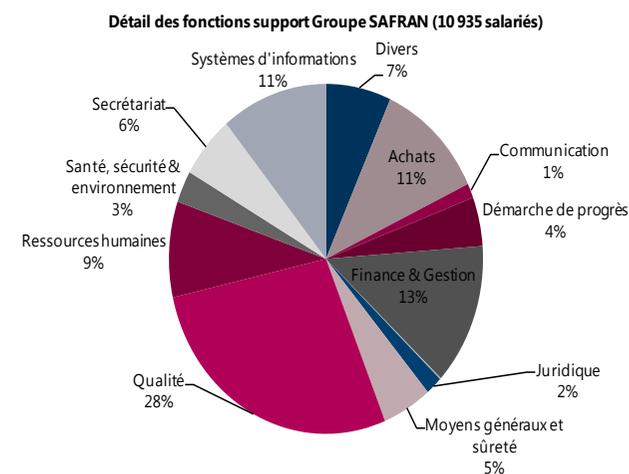
% (Siège social / fonctions support Monde)



Groupe SAFRAN

Fonctions support (siège + entités) Monde	10 935
Poids dans le Groupe	19,1%
Siège social SAFRAN SA	2 236
Poids du siège dans le Groupe	3,9%
Effectifs totaux France	35 313
Poids de la France / Monde	61,7%
Fonctions support (siège + entités) France	7 364
Poids des fonctions support France / Monde	67,3%
Taux de centralisation des fonctions support	20,4%

% (Siège social / fonctions support Monde)



Un stade de mutualisation / spécialisation de compétences et d'intégration beaucoup moins avancé dans le Groupe ZODIAC que chez SAFRAN...

Groupe ZODIAC

- ▶ **Groupe constitué d'une « fédération de PME » avec une faible centralisation des fonctions.**
- ▶ Absence de Centres de Services Partagés structurants :
 - ▶ Certaines fonctions mutualisées, mais à un niveau partiel (GIE Informatique, Service Paie pour le site de Plaisir uniquement, Achats).
- ▶ **Une organisation par BU qui croise plusieurs entités juridiques** (ex. dans la branche Aerosystems).
- ▶ Des **fonctions centrales légères** et qui sont en phase de structuration (ex. DRH, COO).
 - ▶ Seules les fonctions de *Business Development* (stratégie / acquisition) et de Finance (contrôle financier et gestion financière) étaient jusqu'alors centrales et structurées.
- ▶ Forte présence à l'international (3/4 des effectifs hors France).

Groupe SAFRAN

- ▶ **Groupe intégré** au sein duquel les différentes sociétés partagent des processus communs.
- ▶ **Centres de Services Partagés (CSP)** pour les fonctions suivantes en France :
 - ▶ Paie (CSP SAFIRH).
 - ▶ Achats hors production et Matières (CSP *Safran Purchasing*).
 - ▶ Comptabilité clients, fournisseurs et immobilisations (CSP *Finance Services*).
 - ▶ Systèmes informatiques (Safran Information Services).
- ▶ **Une organisation par activité qui épouse la structure juridique.**
- ▶ Des **fonctions centrales étoffées** (ex. Santé Sécurité Environnement, Qualité et Démarche de Progrès).
- ▶ Des **Services partagés Internationaux** au Royaume-Uni, Inde, Maroc, Russie, Chine, Amérique du Nord.
 - ▶ Qui couvrent tout ou partie des services Finance, RH, Achats, Juridique / fiscalité, Informatique.

...et qui pose la question des objectifs et du calendrier d'intégration qui seront déployés post OPA

- ▶ Cette question renvoie à l'annonce des économies de coûts annuelles attendues de 200 M€, dont environ 80 M€ dès la première année notamment grâce :
 - ▶ A la centralisation des achats matières et hors production.
 - ▶ A la consolidation des fonctions centrales.
- ▶ La mise en place des CSP au sein du Groupe Zodiac ne fait guère de doute avec un déploiement plus ou moins rapide en fonction de la rapidité des gains attendus (retour sur investissement).
 - ▶ La mise en place des services partagés à l'étranger, sur la base de ce qui est déjà en place au sein du Groupe Safran, notamment aux USA, pourrait d'ailleurs intervenir avant celle de la France eu égard au poids des fonctions support de Zodiac à l'international.
- ▶ Le siège social de Plaisir (275 salariés) n'a pas non plus, selon nous, vocation à perdurer mais la gestion de la décroissance des effectifs peut être pilotée.



Point de vigilance CSP

La mise en place de CSP entraîne des changements en profondeur :

- Changement de statut = > impact sur les acquis sociaux et la culture d'entreprise.
- Mutation fonctionnelle et / ou géographique => impact sur la vie personnelle et les liens hiérarchiques.
- Eventuelles suppressions de postes dans les sociétés => reclassement des salariés.
- Standardisation des activités => risque d'appauvrissement des tâches.
- Spécialisation => gestion des parcours.



Avis SECAFI

Il nous semble que l'appréciation des enjeux sur les fonctions support et / ou centrales de Zodiac en France n'est pas tant en termes de rationalisation des effectifs (ces fonctions étant somme toute relativement légères chez Zodiac) **que de changements organisationnels lourds à venir et qui doivent être guidés par une véritable conduite du changement.**

Précisons également que près de 50% des fonctions support du Groupe Zodiac est composé des fonctions Qualité, ce qui renvoie aussi à d'autres enjeux (en lien avec l'efficacité opérationnelle et le plan FOCUS notamment).

Quels enjeux et quel déploiement des CSP au sein du Groupe Safran ?

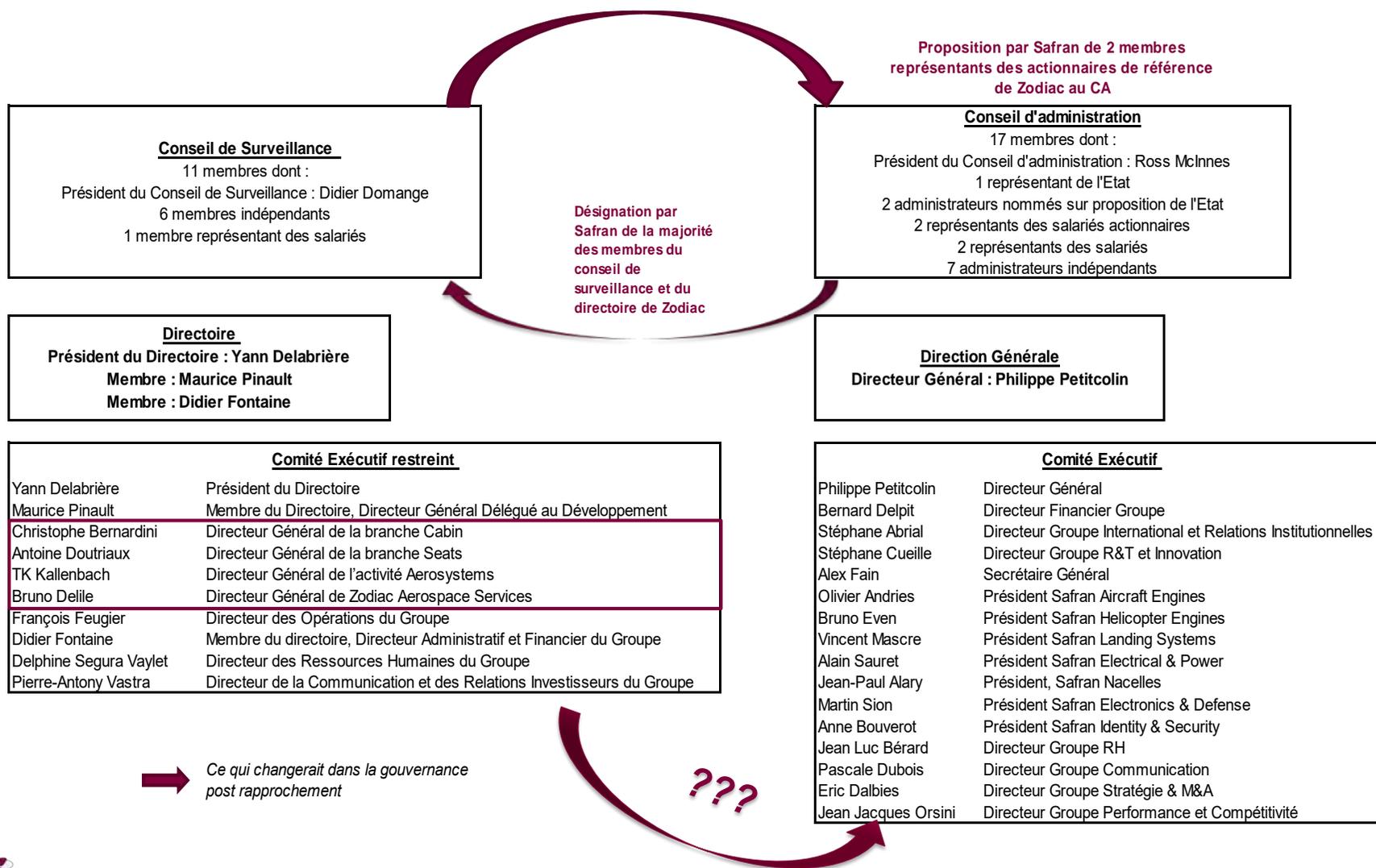
- ▶ Depuis 2009, le Groupe Safran développe une **politique d'intégration** dont la création de Centres de Services Partagés en est une des déclinaisons. Il s'agit de regrouper des compétences et l'expertise (via la spécialisation) et de mutualiser des moyens afin de renforcer la **performance économique** globale.
 - ▶ La gestion administrative de la paie (CSP SAFIRH), les achats hors production (CSP Safran Purchasing), la comptabilité clients, fournisseurs, immobilisations (CSP Safran Finance Services) et les systèmes informatiques (Safran Information Services) sont mutualisés pour **l'ensemble des sociétés françaises du Groupe** et sont regroupés depuis 2013 dans un site principal à Issy-Les-Moulineaux.
 - ▶ La couverture à l'international se fait par la **mise en place de services partagés au sein des pays concernés** : zone Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada, Mexique), Royaume-Uni, Maroc, Inde, Chine et Russie.
- ▶ La construction de CSP est fondée sur une analyse stratégique (étude d'opportunité, efficience attendue, détermination des économies de coûts) et financière (investissements notamment pour adapter les systèmes d'informations, accompagnement des mutations géographiques...).
- ▶ La mise en place de CSP repose également sur la prise en compte de moyens humains. Le Groupe transfère les salariés des sociétés vers les CSP en principe sur la base du volontariat. Les salariés transférés passent sous statut Safran S.A.
- ▶ La facturation des CSP se fait en fonction de méthodes communes (ex. prix au bulletin de paie pour la gestion de la paie ou un prix à la facture traitée pour la comptabilité fournisseurs ou volume d'achats pour les achats hors production).



Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement

La gouvernance au sein du futur Groupe issu du rapprochement

Représentation de la future gouvernance Safran – Zodiac présentée selon les nouveaux termes du rapprochement



Il n'y aurait pas a priori de représentant des salariés du sous-Groupe Zodiac au sein du Conseil d'Administration... au moins jusqu'à son renouvellement
Comment seront représentées les branches d'activité du sous-Groupe Zodiac dans le Comité Exécutif de SAFRAN ?

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue organisationnel et gestion du rapprochement

Les activités de services client

Le modèle d'organisation des activités Services de Zodiac Aerospace : un modèle transposable chez Safran ? (1/2)

- ▶ Les 2 Groupes possèdent aujourd'hui des modèles d'organisations différents pour leurs activités d'après-ventes.
- ▶ Chez Safran, chaque entité OEM gère sa propre activité Rechanges et Réparations. Chaque entité OEM possédant ses propres stations de réparations.
- ▶ Chez Zodiac, la branche Services gère opérationnellement l'ensemble des activités de réparation et de rechanges pour le compte des *Airlines* sur un périmètre très large qui comprend pratiquement 95% des équipements conçus par la branche Aerosystems.
 - ▶ Seuls les produits militaires et certains produits destinés au marché des opérateurs d'hélicoptères demeurent gérés par les entités OEM.
- ▶ Les activités rechanges et réparations des cabines et des sièges échappent aujourd'hui en partie à cette organisation.
- ▶ Cependant, la part de rechanges sièges et produits de cabines gérée par Zodiac Services a fortement progressé sur le dernier exercice :
 - ▶ Sur FY16, elle représentait 18% du CA après-ventes de la branche Sièges et 12% du CA de la branche Cabines.
 - ▶ Un nouvel élargissement de la base d'équipements gérés en maintenance est prévue pour FY17.
- ▶ La mise en place à partir du début de l'exercice FY16 d'une gestion opérationnelle Zodiac Services de l'ensemble des stations de réparation, a renforcé son rôle dans l'organisation.
 - ▶ Elle aurait également permis, selon votre direction, de s'assurer que les processus spécifiques de réparation des équipements ayant déjà volé sont effectivement respectés (PART 145).



Le modèle d'organisation des activités Services de Zodiac Aerospace : un modèle transposable chez Safran ? (2/2)

- ▶ En l'absence de *due diligence* réalisée entre les 2 Groupes, le sujet de l'intérêt d'une extension de l'organisation services clients de Zodiac au périmètre Safran n'a pas été adressé.
- ▶ Même si l'hypothèse du maintien des 2 modèles d'organisation sur la partie équipements, ne peut être écartée, elle n'est cependant pas la plus probable.
 - ▶ Le modèle MRO sur la partie motorisation d'avions commerciaux devrait rester stable, compte tenu des ses spécificités en termes de besoins de pièces détachées et de localisation de stations de réparation.
- ▶ Il est vraisemblable que des échanges plus poussés à l'issue de l'OPA permettront d'identifier les forces et faiblesses des 2 organisations et de décider, s'il y a lieu, de converger vers le modèle Zodiac ou de procéder à de simples ajustements ou optimisations du réseau de stations de réparation de chacun des deux Groupes.
 - ▶ Selon votre direction, des synergies pourraient être envisagées au niveau des centres logistiques, notamment sur les plus importants (Roissy, Atlanta) ainsi que sur la logistique (prestataires, transports).
 - ▶ Les 2 Groupes possèdent des implantations à Dubaï (MRO nacelles pour Safran, MRO Sièges pour Zodiac) ainsi qu'à Singapour.
- ▶ Au-delà du modèle d'organisation, cette opération de rapprochement pourrait également permettre d'envisager un développement accéléré de la maintenance prédictive, compte tenu de l'avance supposée de Safran dans ce domaine.
 - ▶ À ce titre, certains développements prévus dans le cadre du projet de digitalisation ORBIT ont été momentanément gelés dans l'attente d'échanges plus approfondis avec Safran en cas de réussite du projet de rapprochement.



Un marché très spécifique qui représente un axe de développement important pour les 2 Groupes

A court terme

Pas de synergies évidentes identifiées.

Hors « MRO programmée », des contextes d'intervention différents :

- Avion à l'arrêt : Exclusivement sur des fonctions « vitales » pour Safran et Zodiac
- Avion en Escale : Essentiellement sur dépannage Siège et Cabine

A moyen terme

Maintien des 2 modèles d'organisation différents ?

Des organisations différentes :

- Branche Services pour Zodiac même si elle ne concentre pas 100% des activités MRO du Groupe (principalement sur les équipements de la branche Aerosystems et peu dans les branches sièges et cabines)
- Safran au sein de chacune des filiales

Identifier les opportunités de mieux exploiter/rapprocher/développer les réseaux MRO et les hub logistiques de chacun.

A long terme

Axe de développement sur la maintenance prédictive.

Un périmètre élargi en termes d'équipements, de sous-systèmes et de systèmes pour lesquels de la maintenance prédictive pourrait être envisagée.

Concept de la cabine connectée à faire passer du TRL2 aujourd'hui au TRL 7

Business Model à « construire » avec Safran Analytics (entité en charge de la R&T et le développement d'applications *big data*).



Thème 4 :

Analyse du projet de rapprochement d'un point de vue de l'emploi et des aspects sociaux

En l'absence de fusion immédiate, l'opération envisagée à les mêmes conséquences pour les salariés de la société mère que pour ceux des filiales

Etapes	Salariés Zodiac Aerospace	Salariés des filiales Zodiac
Jusqu'à la réussite de l'OPA	Aucunes conséquences ni sur le contrat de travail ni sur les accords d'entreprise	
À partir de la réussite de l'OPA	<ul style="list-style-type: none"> Aucunes conséquences ni sur le contrat de travail ni sur les accords d'entreprise Application automatique de certains accords Groupe Safran 	
Si fusion ultérieure *	<ul style="list-style-type: none"> Transfert des contrats de travail Négociation de l'adaptation du statut Safran aux ex-salariés Zodiac Aerospace 	<ul style="list-style-type: none"> Aucunes conséquences ni sur le contrat de travail ni sur les accords d'entreprise



Points pédagogiques

(*) La loi Travail a fixé de nouvelles règles en matière de négociation d'accord d'adaptation ou de substitution.

1/ En cas de mise en cause d'un accord collectif dans une entreprise - notamment en raison d'une cession ou d'une fusion - une nouvelle négociation doit s'engager dans l'entreprise concernée, à la demande d'une des parties intéressées, dans les trois mois suivant la mise en cause, soit pour l'adaptation aux dispositions conventionnelles nouvellement applicables, soit pour l'élaboration de nouvelles stipulations (C. trav., art. L.2261-14, al. 3 devenu al. 6).

2 / La loi Travail veut inciter les employeurs envisageant une telle opération (fusion, cession, scission, ...) ayant pour effet la mise en cause d'un accord collectif à anticiper la situation.

3/ Si aucun accord de remplacement (transition ou adaptation) n'est signé au-delà des 3 + 12 mois de survie, les salariés transférés perdent les avantages acquis – sauf la rémunération – tirés des anciens accords dont ils bénéficiaient avant la cession ou la fusion. Cela ne pourrait s'appliquer qu'aux salariés de Zodiac Aerospace et pas à ceux des filiales tant que celles-ci ne sont pas fusionner avec d'autres sociétés.

Rappel des règles légales en cas de fusion juridique

Date de réalisation
de la fusion

3 mois

12 mois

Date à laquelle
l'opération se réalise
**Les contrats de
travail demeurent
et sont transférés
au sein de
l'entreprise
prenante**

Survie provisoire des accords et des conventions

En l'absence d'accord de substitution, les accords survivent pendant une période maximale de 12 mois.. En cas de conclusion d'un accord de substitution, il remplace immédiatement l'ancien statut.

Préavis pendant lequel les statuts demeurent. Pendant cette période il faut engager des négociations sur le nouveau statut (inviter les OS à négocier, organiser le processus de négociation, ...).
La Loi travail d'août 2016 introduit la possibilité désormais de signer un accord de substitution avant la fin du préavis.

⇒ **Si les statuts de l'entreprise d'accueil sont plus favorables, les salariés individuellement peuvent en faire la demande pour en bénéficier. Cela incite donc à trouver un accord le plus tôt possible et sur une base rétroactive.**

⇒ **Les accords de la société prenante qui n'ont pas d'équivalent chez la société absorbée pourront être appliqués dès la date d'intégration (ex: Accord de prévention de la pénibilité)**

Avant la loi Travail du 8 Août 2016 seuls les avantages individuels acquis de l'ancien statut subsistent et s'incorporent au contrat de travail.

Au niveau collectif, le statut de l'entreprise d'accueil est le seul qui reste en vigueur.

*Options introduites
par la Loi Travail
du 08/08/2016*

Possibilité de conclure :

- Un **Accord de Transition** (négociation tripartite dont le but est d'assurer le maintien des statuts de la société apportée pendant une période donnée)
- Un **Accord d'adaptation** (négociation quadripartite – accord de substitution par anticipation)

Les nouvelles options offertes par la loi Travail du 8 Août 2016

► Accord de « transition » :

- ▶ En cas de fusion, cession, scission ou toute autre modification juridique qui remettrait en cause une convention ou un accord, les employeurs et les OS de l'entreprise qui emploient les salariés dont les contrats de travail sont susceptibles d'être transférés peuvent négocier et conclure la convention ou l'accord de substitution (*article L.2261-14-2 du Code du travail*).
- ▶ Possibilité de négocier un accord dit de transition **applicable aux seuls salariés transférés**.
- ▶ La durée de la convention est de 3 ans maximum.
- ▶ À l'expiration, les conventions et accords applicables dans l'entreprise dans laquelle les contrats sont transférés s'appliquent.

**Groupe fermé
des salariés
transférés
pendant 3 ans**

► Accord « d'adaptation » :

- ▶ Dans les mêmes conditions que l'accord de « transition », celui-ci concerne les conventions et accords applicables dans l'entreprise dans laquelle les contrats sont transférés (*article L.2261-14-3 du Code du travail*).
- ▶ L'accord dit d'adaptation est applicable **à l'ensemble des salariés concernés**.
- ▶ La négociation est quadripartite (employeurs et OS des deux entreprises concernées).
- ▶ **La convention ou l'accord entre en vigueur à la date de réalisation de l'évènement.**

**Accord de
substitution par
anticipation
Pas de préavis**

► La fin du maintien des avantages individuels acquis :

- ▶ Lorsque la convention ou l'accord dénoncé n'a pas été remplacé par une nouvelle convention ou un nouvel accord dans un délai d'un an à compter de l'expiration du préavis, les salariés concernés conservent une rémunération dont le montant annuel ne peut être inférieur à la rémunération versée lors des douze derniers mois (à durée de travail équivalente). (*Articles L.2261-13 et L.2261-14 du Code du travail*).

Selon l'option choisie, les acteurs présents autour de la table des négociations différent

Accord de transition

à durée déterminée au maximum pour une durée de

3 ans

Art. L2261-14-2



- La direction de l'entreprise absorbée
- La direction de l'entreprise d'accueil
- Les Organisations Syndicales Représentatives de l'entreprise absorbée

Accord d'adaptation

à durée déterminée par défaut de 5 ans sauf clause stipulant

une durée différente

Art. L2261-14-3



- La direction de l'entreprise absorbée
- La direction de l'entreprise d'accueil
- Les Organisations Syndicales Représentatives de l'entreprise absorbée
- Les Organisations Syndicales Représentatives de l'entreprise d'accueil

Accord de substitution

à durée déterminée par défaut de 5 ans sauf clause stipulant une

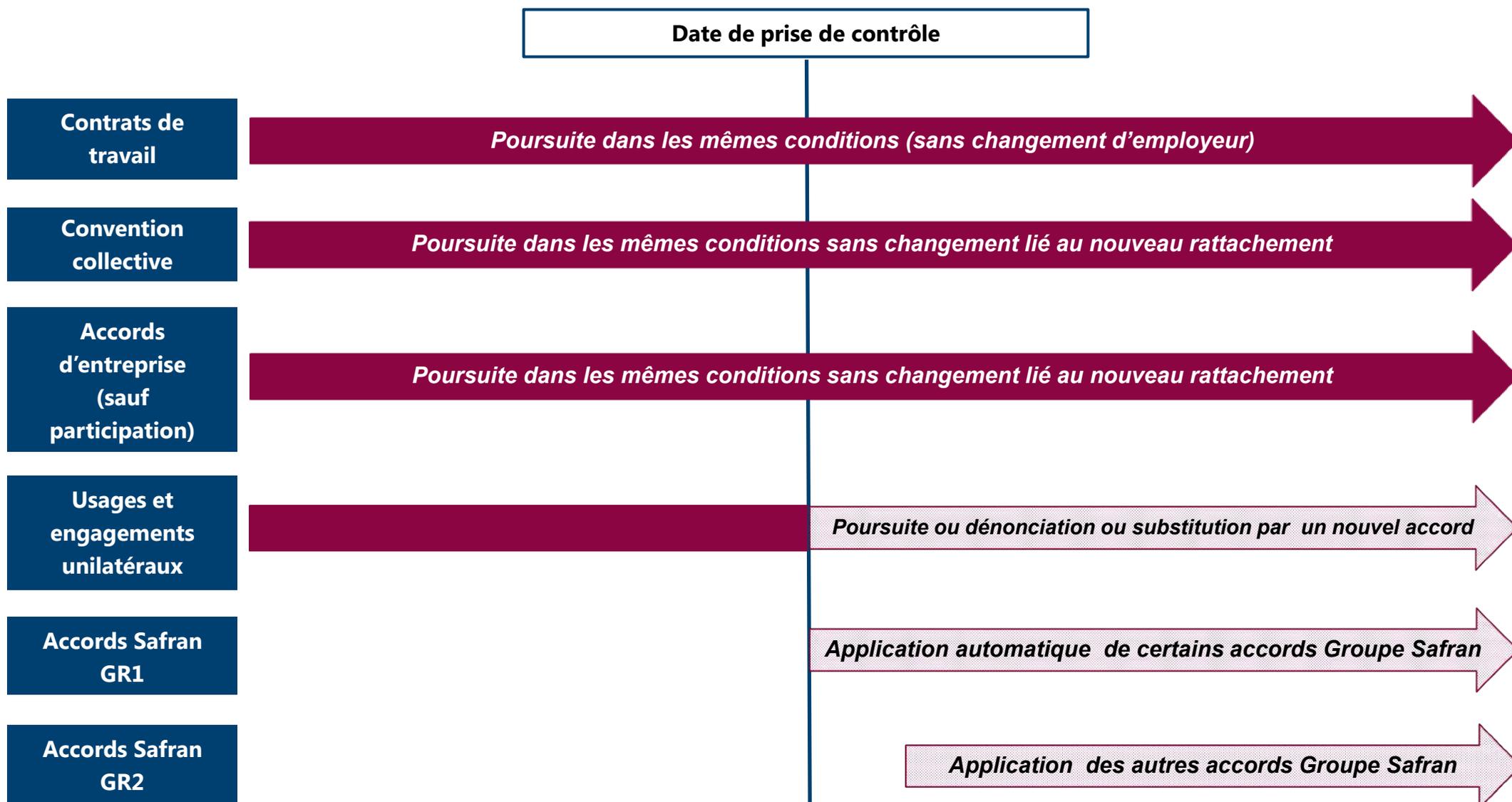
durée différente

Art. L2261-14



- La direction de l'entreprise d'accueil
- Les Organisations Syndicales Représentatives de l'entreprise d'accueil
- Possibilité d'inviter les Organisations Syndicales Représentatives de l'entreprise absorbée

Salariés de Zodiac Aerospace et de ses filiales : conséquences du changement de contrôle



Zodiac et Safran : deux conceptions différentes du dialogue social



A noter

1. La liste des accords Groupe et société ci-contre n'est pas exhaustive. Chaque société du Groupe Safran garde notamment la possibilité de négocier sur son périmètre des accords correspondant à des problématiques qui lui sont spécifiques.

2. Cette comparaison rapide fait ressortir une différence culturelle majeure : contrairement à Safran, la recherche d'accords édifiant progressivement un socle social n'est pas une priorité de Zodiac.

Cet écart traduit une différence fondamentale de culture sociale des deux Groupes s'ajoutant à d'autres différences :

- Zodiac : Actionnariat familial.
- Safran : pas d'actionnariat individuel ; la notion d'actionnaire est très diluée ; 15% des droits de votes appartiennent aux salariés.

	Zodiac		Safran	
	Groupe	Société	Groupe	Sociétés
Participation		Accord	Accord	
Intéressement		Accord*		Accord
Plan d'épargne		Accord*	Accord	
PERCO		Accord*	Accord	
NAO		Accord*	Cadrage des négociation	Accord
GPEC		Accord*	Accord	Accord
Frais de santé	DUE		Accord	Accord
Prévoyance	DUE (Cadres et Non Cad)		Accord	Accord
Développement des compétences et des parcours professionnels		Accord*	Accord cadre européen	
Formation professionnelle		Accord*	Accord	
Contrat de génération		Accord*	Accord	
Insertion professionnelle des jeunes			Accord européen	
Temps de travail		Accord*		Accord
Compte épargne temps		Accord*		Accord
Congés payés et congés spéciaux		Accord*		Accord
Dialogue social			Accord	Accord
Comité de Groupe			Accord	
Comité d'Entreprise Européen			Accord	
Prévention du stress au travail		Accord*	Accord	
Prévention harcèlement et violence au travail		Accord*	Accord	
Emploi des personnes handicapées		Accord*	Accord	

(*) présents uniquement dans certaines sociétés du groupe



La prise de contrôle du Groupe Zodiac par Safran entraînera de fait l'application des accords Groupe Safran

	Accords Safran GR1	Accords Safran GR2
Participation	x*	
Plan d'Epargne Groupe		x
PERCO		x
GPEC		x
Frais de santé	x	
Prévoyance	x	
Développement des compétences et des parcours professionnels **		x
Formation professionnelle		x
Contrat de génération		x
Insertion professionnelle des jeunes **		x
Dialogue social		x
Comité de groupe		x
Comité d'Entreprise Européen **		x
Prévention du stress au travail		x
Prévention harcèlement et violence au travail		x
Emploi des personnes handicapées		x

(*) sous réserve également de la signature d'un avenant aux accords d'intéressement chez AET, ZEL, ZDF, ASY et ZSE où il existe un mécanisme de plafonnement I+P faisant référence à la RSP légale de l'entité juridique

(**) Accords Européens

▶ Les accords du Groupe GR1 sont applicables dès l'entrée dans le périmètre de Groupe et ne nécessitent que la signature d'avenants intégrant une modification de la liste des sociétés bénéficiaires.

▶ Les effets de ces accords peuvent néanmoins être décalés par rapport à leur date de mise en application :

- ▶ Ex : Participation (fin de l'exercice fiscal)
- ▶ Ex : Prévoyance et frais de santé (délai de renonciation des anciens contrats et/ou délai technique de prise d'effet des nouveaux contrats)

▶ Les accords du Groupe GR2 sont applicables dès l'entrée dans le périmètre de Groupe mais peuvent nécessiter des renégociations, voir des dénonciations d'accords locaux existants.

La vision DRH de Safran sur l'opération envisagée

- ▶ Dans un contexte de « pré-OPA », il n'est pas possible – voire il est interdit – aux deux sociétés de partager des informations suffisamment précises pour définir des modalités opérationnelles de traitement social du rapprochement envisagé. La coordination entre les deux Groupes porte donc essentiellement dans ce domaine et à ce stade sur les opérations d'information / consultation de leurs IRP respectives. **Le coût social du rapprochement n'est pas encore chiffré.**
- ▶ Aucun engagement n'est donc pris. Par contre, la politique de Safran dans des opérations antérieures ainsi que des axes généraux sont dessinés :
 - ▶ Statuts sociaux : certains accords Groupe Safran s'appliquent automatiquement dès lors qu'une société appartient au Groupe, sans formalité spécifique. C'est le cas des accords de participation et de prévoyance. D'autres accords Groupe nécessitent un avenant pour inclure la nouvelle entité dans leur périmètre.
 - ▶ IRP : en l'absence de fusion, le Comité de (sous) Groupe Zodiac continuera d'exister. Le Comité de Groupe Safran et le Comité d'Entreprise Européen de Safran devront être redessinés en fonction du nouveau périmètre du Groupe Safran, respectivement avant fin juillet 2018 pour le premier et fin avril 2018 pour le second.
 - ▶ L'alignement des statuts se fera avec le temps là où des différences sensibles existent entre les deux entités (par exemple : structure et éventail des rémunérations, part de l'actionnariat,...).
 - ▶ Une mixité des interlocuteurs Safran et Zodiac dans les négociations à venir est souhaitée par la direction RH.
 - ▶ Pour la DRH de Safran, deux règles sont importantes :
 - ▶ Pas de « laissés pour compte » dans l'opération.
 - ▶ Dès lors qu'un budget social aura été défini, ses modalités de répartition feront l'objet de négociation, avec une attention particulière sur la rapidité de redressement de Zodiac.
 - ▶ **Il ne sera pas nécessaire de procéder à des suppressions de postes, notamment en raison de leur coût, mais aussi parce que la pyramide des âges permettra de procéder à des départs sans remplacement dans un délai convenable.**





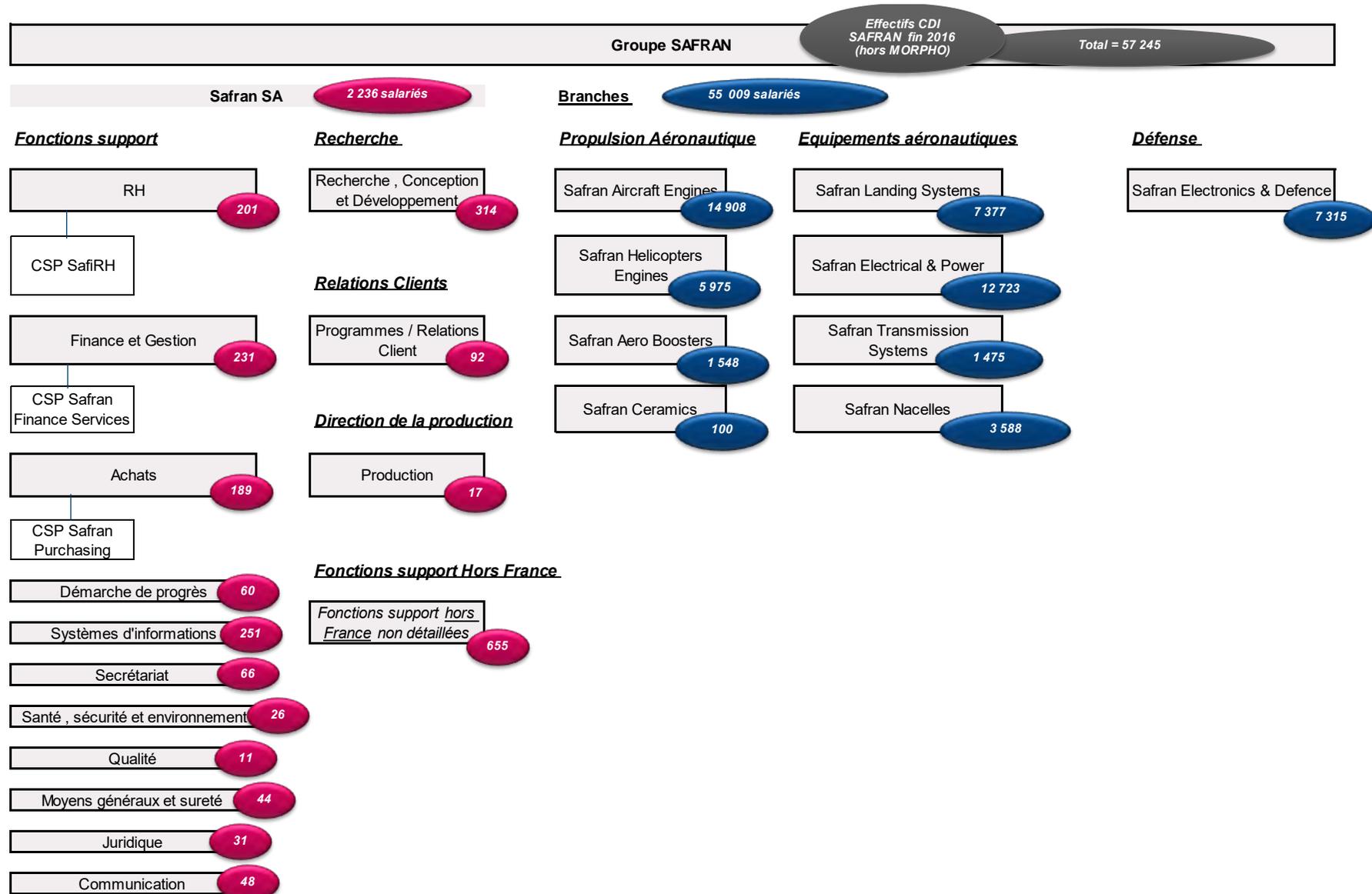
Annexes



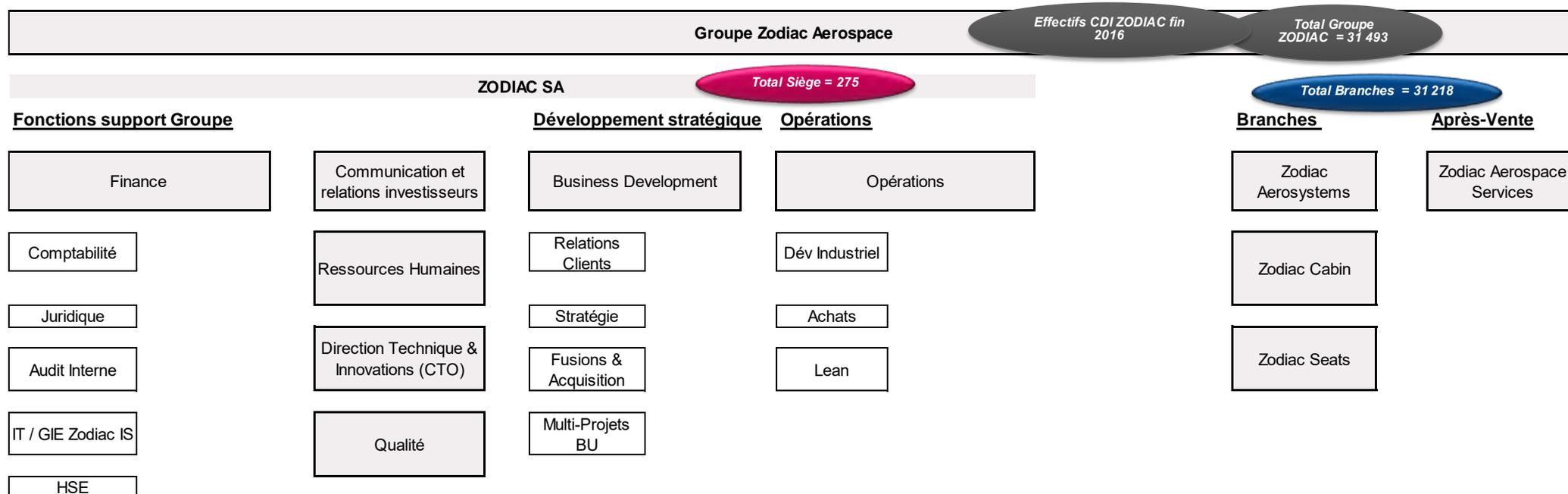
Annexe 1

Les fonctions support

Organigramme simplifié Groupe Safran

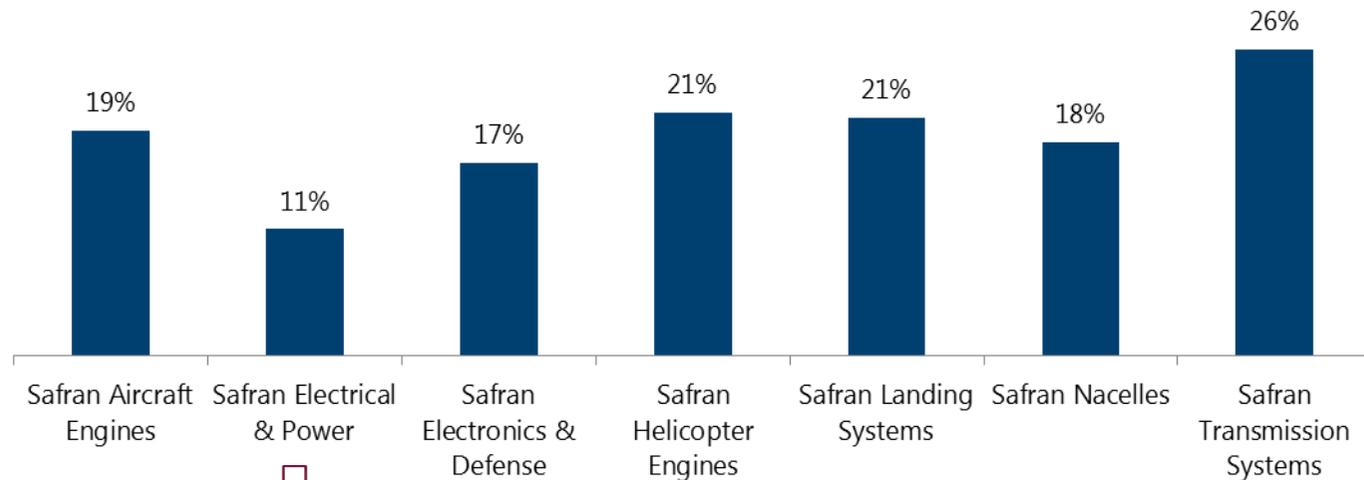


Organigramme simplifié Groupe Zodiac

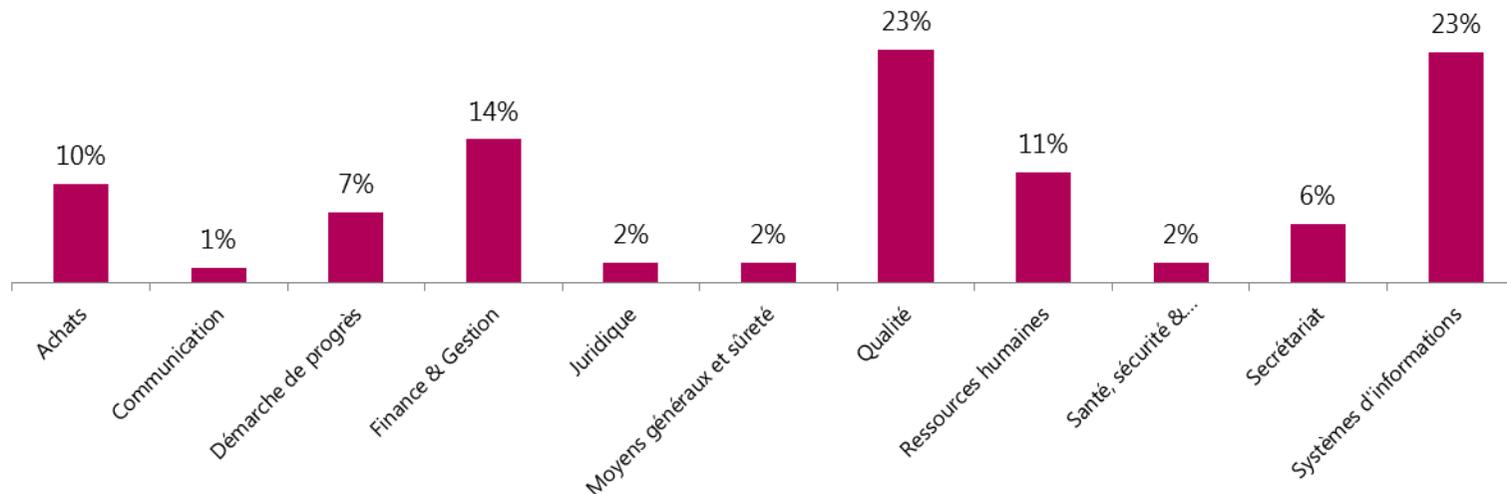


Le poids des fonctions support dans les entités françaises du Groupe Safran et la décomposition par fonction (ex. Chez Safran Electrical & Power)

Poids des fonctions supports au sein des entités SAFRAN en France

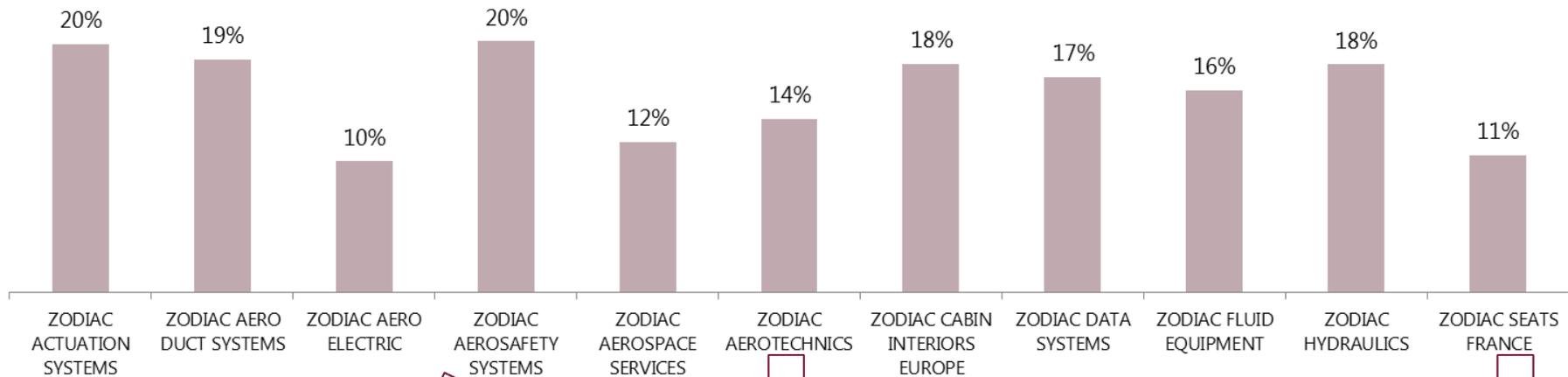


Décomposition des fonctions support chez Safran Electrical & Power

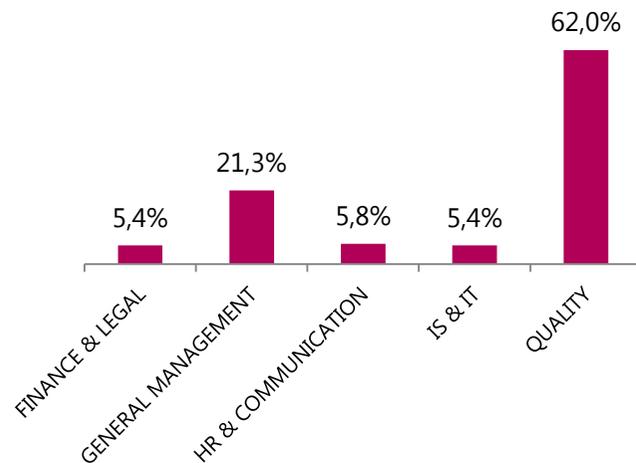


Le poids des fonctions support dans les entités françaises du Groupe Zodiac et la décomposition par fonction (ex. Chez Zodiac Aerosafety Systems, Zodiac Aerotechnics et Zodiac Seats France)

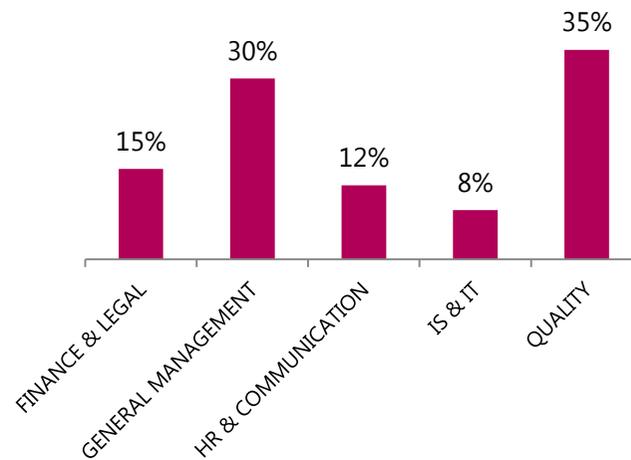
Poids des fonctions supports au sein des entités ZODIAC en France



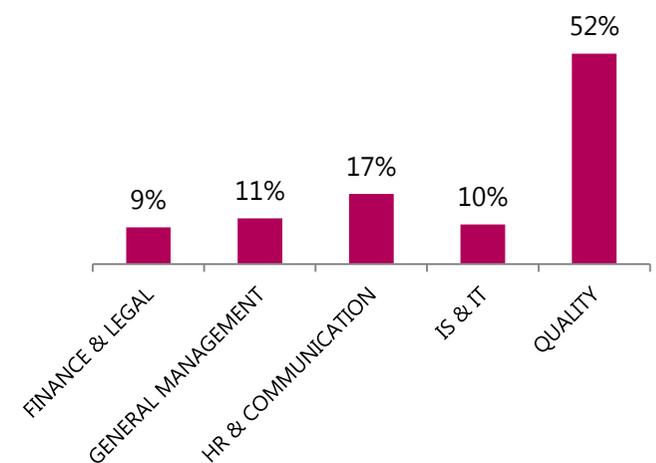
Décomposition des fonctions support chez Zodiac Aerosafety Systems



Décomposition des fonctions support chez Zodiac Aerotechnics

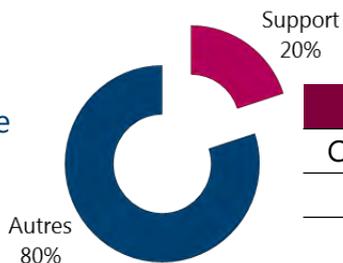


Décomposition des fonctions support chez Zodiac Seats France



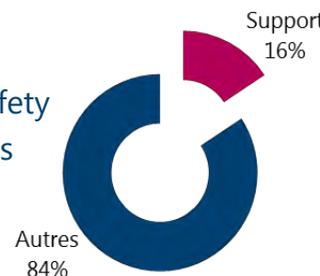
Présentation pour chacune des entités légales France (hors siège) de la répartition des effectifs par fonctions en CDI au 31/12/2016

MTA
Plateforme
d'essais



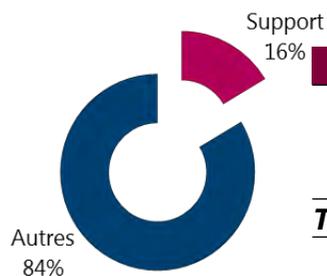
Site (s)	Fct Support	Autres
CHASSENEUIL-DU-POITOU	1	4
Total MTA	1	4

Zodiac
Aerosafety
Systems



Site (s)	Fct Support	Autres
CAUDEBEC LES ELBEUF	101	391
COGNAC	37	263
JOUE LES TOURS	26	79
LOCHES	18	158
PLAISIR	4	39
SAINT CREPIN	17	157
Total AEROSAFETY	203	1 087

Zodiac
Actuation
Systems



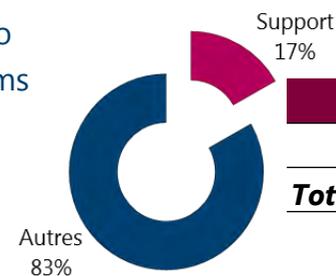
Site (s)	Fct Support	Autres
AUXERRE	33	140
CHATELLERAULT	1	18
LA COURNEUVE	20	117
Total ACTUATION SYSTEMS	54	275

Zodiac
Aerospace



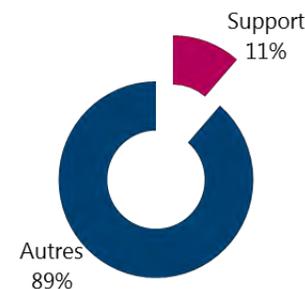
Site (s)	Fct Support	Autres
COLOMIERS	0	5
COMPIEGNE	0	1
LES ULIS	0	1
MONTREUIL	0	1
PLAISIR	190	68
Total AEROSPACE	190	76

Zodiac Aero
Duct Systems



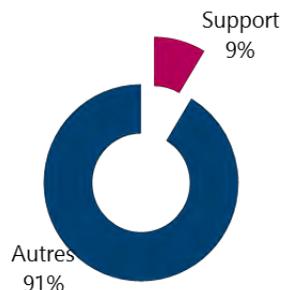
Site (s)	Fct Support	Autres
COMPIEGNE	19	94
Total AERO DUCT SYSTEMS	19	94

Zodiac
Aerospace
Services



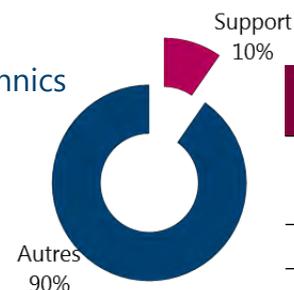
Site (s)	Fct Support	Autres
ARS	2	57
PLAISIR	36	193
ROISSY	1	53
Total ASE	39	303

Zodiac Aero
Electrics



Site (s)	Fct Support	Autres
ANTONY	0	14
BESANCON	16	205
MONTREUIL	50	332
NIORT	49	665
Total AERO ELECTRIC	115	1 216

Zodiac
Aerotechnics

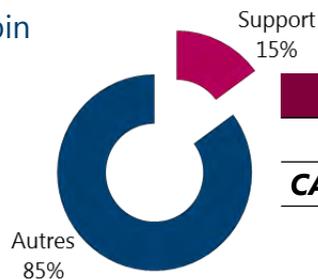


Site (s)	Fct Support	Autres
PLAISIR	77	666
ROCHE LA MOLIERE	26	293
Total AEROTECHNICS	103	959



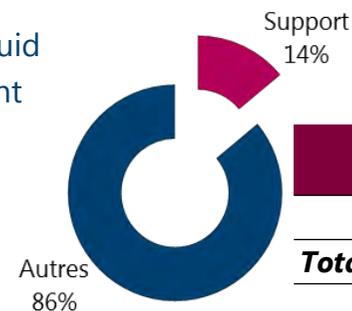
Présentation pour chacune des entités légales France (hors siège) de la répartition des effectifs par fonctions en CDI au 31/12/2016

Zodiac Cabin Interior Europe



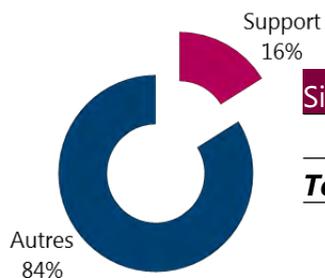
Site (s)	Fct Support	Autres
COLOMIERS	23	131
CABIN INTERIORS EUROPE	23	131

Zodiac Fluid Equipment



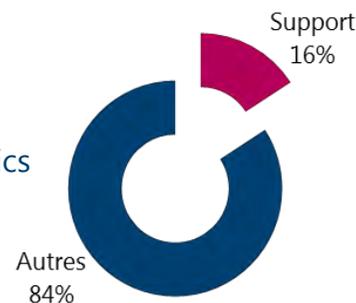
Site (s)	Fct Support	Autres
SOIGNOLLES	13	80
Total FLUID EQUIPMENT	13	80

Zodiac Coating



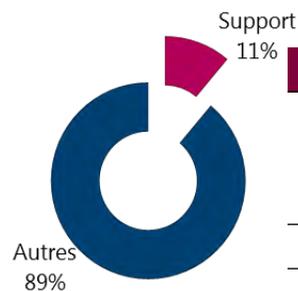
Site (s)	Fct Support	Autres
PUSIGNAN	5	26
Total ZODIAC COATING	5	26

Zodiac Hydraulics



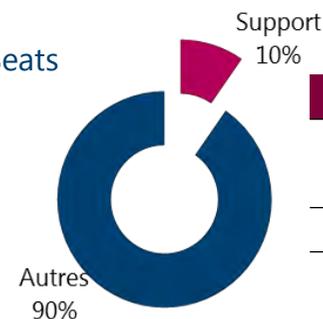
Site (s)	Fct Support	Autres
CHATEAUDUN	48	255

Zodiac Data Systems



Site (s)	Fct Support	Autres
ARCACHON	6	91
COLOMBELLES	7	87
LES ULIS	37	222
Total DATA SYSTEMS	50	400

Zodiac Seats France



Site (s)	Fct Support	Autres
ISSOUDUN	117	1 090
PLAISIR	0	1
Total SEATS FRANCE	117	1 091

Zodiac Fal Support Fr



Site (s)	Fct Support	Autres
COLOMIERS	2	5
Total FAL SUPPORT	2	5

Vision fonction support France Zodiac (CDI au 31/12/2016)

	RH + Com	Finance et gestion	Qualité	Secrétariat	Systèmes d'informations	Total support	Effectif total
MTA	0	0	0	1	0	1	5
Actuation systems	6	10	32	0	6	54	329
Aero duct systems	2	3	12	0	2	19	113
Aero electric	14	19	67	0	15	115	1 331
Aerosafety systems	15	14	160	0	14	203	1 290
Aerospace	31	66	22	0	71	190	266
Aerospace services europe	3	16	13	0	7	39	342
Aerotechnics	18	22	51	0	12	103	1 062
Business aircraft cabin interiors	0	0	0	0	0	0	1
Cabin interiors europe	3	3	16	0	1	23	154
Coating	1	1	2	0	1	5	31
Data systems	5	14	22	0	9	50	450
Fal support france sarl	1	0	0	1	0	2	7
Fluid equipment	2	3	7	0	1	13	93
Galleys europe sro	0	0	0	0	0	0	5
Hydraulics	6	9	31	0	2	48	303
Seats france	23	12	69	0	13	117	1 208
ZODIAC	130	192	504	2	154	982	6990

Annexe 2

Détail de l'effectif en France

Nom	Establishments	CDD + CDI
Nacelles	Le Havre	1644
Nacelles	Saclay	258
Nacelles	Toulouse	254
Nacelles(Aircelle Europe Services)	Pont Audemer	82
Nacelles(SLCA)	Saclay	32
Nacelles(SLCA)	Florange	165
Ceramics	Le Haillan	1260
Ceramics	Saint-Médard en Jalles	677
Ceramics	CRB - Vert le Petit	176
Ceramics	Toulouse	93
Ceramics	Le Haillan Herakles Céramiques	100
Ceramics(PyroAlliance)	Les Mureaux	66
Ceramics(PyroAlliance)	Toulon	66
Ceramics(Structil)	Vert Le Petit	69
Transmission Systems	Colombes	867
Electrical & Power (Labinal)	Blagnac	306
Electrical & Power (Labinal)	Ajaccio	38
Electrical & Power (Labinal)	Villemur	577
Electrical & Power (Labinal)	Vichy	176
Electrical & Power (Labinal)	Labinal Services Blagnac	455
Electrical & Power (Labinal)	Réau	194
Electrical & Power(SES)	Blagnac	510
Electrical & Power(SES)	Toulouse	318
Electrical & Power(SES)	Vitrolles	146
Electrical & Power(SES)	Bordes	185
Electrical & Power(SES)	Saclay	565
Electrical & Power(SES)	Le Havre	25
Electrical & Power(SES)	Villaroche	236
Electrical & Power(Technofan)	Blagnac	282
Landing Systems	Vélizy	1236
Landing Systems	Bidos	937
Landing Systems	Villeurbanne	206
Landing Systems	Molsheim	912
Landing Systems(Sofrance)	Nexon	166
Landing Systems(Hydrop)	Dinard	108
Safran	Paris	364
Safran	PLW - Issy les Moulineaux	821
Safran	Itteville	85
Safran	Paris Saclay	223
Safran	Vilgenis	37
Safran Consulting	Issy les Moulineaux	50
Electronics & Defense(SDS)	Boulogne	231
Electronics & Defense(SDS)	Argenteuil	559
Electronics & Defense(SDS)	Dijon	249
Electronics & Defense(SDS)	Eragny	606
Electronics & Defense(SDS)	Fougères	641
Electronics & Defense(SDS)	Mantes	309
Electronics & Defense(SDS)	Massy	1918
Electronics & Defense(SDS)	Montluçon	1113
Electronics & Defense(SDS)	Poitiers	417
Electronics & Defense(SDS)	Valence	162
Electronics & Defense(REOSC)	Saint Pierre du Perray	121
Aircraft Engines	Courcouronnes	109
Aircraft Engines	Le Creusot	201
Aircraft Engines	Montereau	791
Aircraft Engines	Châtelleraut	739
Aircraft Engines	St Quentin	699
Aircraft Engines	Villaroche	4752
Aircraft Engines	Istres	59
Aircraft Engines	Gennevilliers	1616
Aircraft Engines	Corbeil	3378
Aircraft Engines	Kourou	26
Aircraft Engines	Vernon	1093
Aircraft Engines	Bordeaux	21
Aircraft Engines	Vernon propulsion électrique	64
Aircraft Engines(SMA)	Bourges	62
Aircraft Engines(Safran Aerospace Composites)	Commercy	80
Helicopter Engines(Turbomeca)	Bordes	2632
Helicopter Engines(Turbomeca)	Tarnos	1560
Helicopter Engines(Turbomeca)	Buchelay	315
Helicopter Engines(Microturbo)	Toulouse	500

Détail de l'effectif en France

Nom	Work Location	CDI + CDD
ACS-Actuation sensors & motors	AUXERRE	178
ACS-Actuation sensors & motors	CHATELLERAULT	20
ACS-Actuation sensors & motors	LA COURNEUVE	149
ADS-Aero duct systems	COMPIEGNE	133
AET-Sensing & systems management + Oxygen systems	PLAISIR	748
AET-Fuel & Inerting Systems	ROCHE LA MOLIERE	349
ASY-Elastomère Europe	CAUDEBEC LES ELBEUF	500
ASY-Floats & rafts	COGNAC	313
ASY-Parachutes & protection	JOUE LES TOURS	114
ASY-Interconnect Europe	LOCHES	184
ASY-Parachutes & protection	PLAISIR	45
ASY-Seats composite Europe	SAINT CREPIN	203
CIC-Business Aircraft Cabin Interiors	PLAISIR	1
CIE-Galleys Europe	COLOMIERS	226
GEU-Galleys Europe	COLOMIERS	5
GSF-Galleys Europe	COLOMIERS	7
MTA-Electrical Power systems	CHASSENEUIL-DU-POITOU	5
SFR-Seats France	ISSOUDUN	1227
SFR-Seats France	PLAISIR	1
ZCG-Coating	PUSIGNAN	31
ZDF-Space & Communications	ARCACHON	99
ZDF-Space & Communications	COLOMBELLES	96
ZDF-Space & Communications	LES ULIS	263
ZEL-Cockpit & Lightning systems	ANTONY	14
ZEL-Cockpit & Lightning systems	BESANCON	221
ZEL-Electrical Power systems	MONTREUIL	387
ZEL-Electrical Power systems	NIORT	716
ZFE-Fluid equipment	SOIGNOLLES	93
ZHC-Hydraulics	CHATEAUDUN	350
ZSA-Galleys Europe	COLOMIERS	5
ZSA-Aero duct systems	COMPIEGNE	1
ZSA-Space & Communications	LES ULIS	1
ZSA-Electrical Power systems	MONTREUIL	1
ZSA-Corporate	PLAISIR	269
ZSE-Aerospace services Europe	ARS	59
ZSE-Aerospace services Europe	PLAISIR	230
ZSE-Aerospace services Europe	ROISSY	54



MERCI DE VOTRE ATTENTION

