

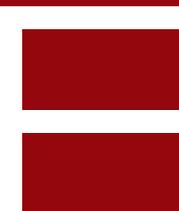


FINEXSI



**Attestation d'équité sur le prix de l'augmentation de capital réservée à
Tikehau Ace Capital**

6 mai 2022



SOMMAIRE

1. Présentation de l'opération et de notre mission	6
1.1 Contexte de l'opération	6
1.2 Mission du cabinet FINEXSI.....	7
1.3 Déclaration d'indépendance	7
1.4 Diligences effectuées.....	8
2. Présentation de FIGEAC AERO	10
2.1 Actionnariat et structure organisationnelle de FIGEAC AERO.....	10
2.1.1 Actionnariat	10
2.1.2 Organigramme	11
2.2 Historique du Groupe.....	13
2.3 Présentation des activités de FIGEAC AERO.....	17
2.3.1 Aérostructures (82% du chiffre d'affaires 2020/2021).....	20
2.3.2 Usinage de précision et traitement de surfaces (11% du chiffre d'affaires 2020/2021).....	21
2.3.3 Mécanique générale et chaudronnerie lourde (6% du chiffre d'affaires 2020/2021).....	21
2.3.4 Montage de sous-ensembles aéronautiques (1% du chiffre d'affaires 2020/2021).....	21
3. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de FIGEAC AERO	22
3.1 Présentation globale de l'industrie aéronautique	22
3.1.1 Structure et tendance de l'industrie aéronautique et spatiale	22
3.1.2 Organisation de la chaîne de valeur.....	24
3.1.3 Focus sur les équipementiers/sous-traitants	24
3.1.4 Les déterminants et enjeux du secteur aéronautique	26
3.1.5 Focus sur AIRBUS.....	29
3.1.6 Les effets de la crise sanitaire sur l'industrie aéronautique	31

4. Analyse financière de FIGEAC AERO	34
4.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2016 - 2019 (avant IFRS 16).....	34
4.1.1 Chiffre d'affaires.....	35
4.1.2 Marge d'EBITDA.....	39
4.1.3 Résultat opérationnel.....	40
4.1.4 Résultat net.....	41
4.2 Compte de résultat des deux derniers exercices clos et des premiers semestres 2020 et 2021 (après IFRS 16).....	41
4.2.1 Chiffre d'affaires.....	42
4.2.2 Marge d'EBITDA.....	43
4.2.3 Résultat opérationnel.....	44
4.2.4 Résultat net.....	45
4.3 Bilan consolidé sur la période 2016 - 2021	45
4.3.1 Actifs immobilisés	46
4.3.2 Besoin en fonds de roulement.....	47
4.3.3 Structure financière.....	49
4.3.4 Capitaux propres.....	50
4.4 Perspectives de la Société	55
4.5 Matrice SWOT	56
5. Présentation de la Restructuration et de ses modalités	57
5.1 Rappel du contexte ayant conduit à la Restructuration.....	57
5.2 Présentation des motifs et des termes de la Restructuration.....	58
5.2.1 Une augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL.....	58
5.2.2 Une cession de titres FIGEAC AERO détenus par Monsieur Jean-Claude MAILLARD	59
5.2.3 Un reprofilage de la dette bancaire	59
5.2.4 La mise en place de nouveaux financements	61
5.2.5 L'aménagement des termes des ORNANE.....	61

6.	Evaluation des actions du groupe FIGEAC AERO.....	64
6.1	Situation du groupe FIGEAC AERO en l'absence de Restructuration et incidence sur l'approche de valorisation	64
6.2	Références de valorisation avant Restructuration	65
6.2.1	Analyse du cours de bourse de FIGEAC AERO	65
6.2.2	Transaction sur le capital	69
6.2.3	Analyse des objectifs de cours des analystes (à titre informatif)	69
6.2.4	Synthèse	70
6.3	Références et méthodes d'évaluation écartées après Restructuration.....	71
6.3.1	Actif net comptable consolidé	71
6.3.2	Actif net comptable réévalué	71
6.3.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	72
6.3.4	Valeur liquidative.....	72
6.3.5	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société.....	72
6.3.6	Analyse du cours de bourse	72
6.3.7	Analyse des transactions comparables	72
6.4	Références et méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après Restructuration	73
6.5	Données de référence pour l'évaluation de FIGEAC AERO	73
6.5.1	Nombre d'actions retenu.....	73
6.5.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres....	74
6.6	Mise en œuvre de la valorisation de FIGEAC AERO après Restructuration.	76
6.6.1	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	76
6.6.2	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	81
6.6.3	Analyse des objectifs de cours des analystes (à titre informatif)	85
6.7	Synthèse de nos travaux d'évaluation après Restructuration	87

7.	Analyse de l'impact financier de la Restructuration.....	88
7.1	Analyse de la structure financière post Restructuration.....	88
7.1.1	Incidence de la Restructuration sur les fonds propres de la Société.....	88
7.1.2	Incidence de la Restructuration sur la dette financière brute.....	90
7.1.3	Incidence de la Restructuration sur la trésorerie de la Société.....	91
7.1.4	Incidence de la Restructuration sur la dette nette de la Société.....	92
7.2	Incidence de la Restructuration sur l'actionariat de la Société.....	93
7.2.1	En l'absence de Restructuration.....	93
7.2.2	Dans l'hypothèse de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 53,5 M€.....	94
7.2.3	Dans l'hypothèse de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 58,5 M€.....	95
7.3	Incidence de la Restructuration sur la situation des actionnaires en termes de création de valeur théorique.....	96
7.3.1	Sur la base du cours de bourse du 8 septembre 2021.....	97
7.3.2	Sur la base du CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022.....	98
7.4	Incidence de la Restructuration sur la situation des porteurs d'ORNANE en termes de création de valeur théorique.....	101
8.	Analyse des accords connexes.....	103
8.1	Cession de titres par Monsieur Jean-Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL.....	103
8.2	Emission d'obligations souscrites par TIKEHAU ACE CAPITAL.....	103
8.3	Pacte d'actionnaires.....	103
8.3.1	Gouvernance.....	103
8.3.2	Engagements de conservation.....	104
8.3.3	Droit de cession forcée.....	104
9.	Conclusion.....	105
10.	Annexes.....	107
10.1	Présentation de FINEXSI et de la mission.....	107

1. Présentation de l'opération et de notre mission

1.1 Contexte de l'opération

L'arrêt de la production du BOEING 737 pendant l'année 2020¹ ainsi que la crise de la Covid-19 en mars 2020 ont eu un impact très significatif sur l'activité de FIGEAC AERO (ci-après « **la Société** » ou « **le Groupe** ») dont le chiffre d'affaires a chuté de plus de 50% sur l'exercice clos le 31 mars 2021.

Dans ce contexte, la Société s'est rapidement mobilisée en mettant en place des premières mesures (PGE, prêt ATOUT auprès de BPIFRANCE, report des échéances de crédit-bail et obtention de « *waivers*² » de la part des créanciers au 31 mars 2021 et au 30 septembre 2021). D'un point de vue organisationnel, le Groupe a également mis en place un plan d'amélioration de la structure de coûts fixes (« Transformation 21 ») et un plan stratégique « Road to 25 ».

Malgré ces efforts et bien que l'EBITDA soit légèrement positif au 31 mars 2021 (898 k€), le résultat opérationnel courant est déficitaire à environ -46 M€ à cette même date. Il existe, dès lors, une impasse de trésorerie en octobre 2022 en raison de l'échéance de son emprunt obligataire convertible (ORNANE³). Dans ce contexte, la Société s'est rapprochée de ses partenaires financiers afin de discuter d'un scénario alternatif de renforcement des fonds propres, de rééchelonnement des financements existants et d'obtention de nouvelles liquidités, au travers d'un *mandat ad hoc*⁴ obtenu en juillet 2021. Ainsi, la Société a annoncé le 9 septembre 2021 la conclusion d'un accord structurant en vue de l'entrée de TIKEHAU ACE CAPITAL à son capital au travers d'une augmentation de capital réservée et soumise à la réalisation de certaines conditions suspensives⁵.

Ces discussions ont par la suite été élargies avec d'autres partenaires financiers et notamment certains porteurs⁶ d'ORNANE avec pour objectif une proposition de modification des termes des ORNANE existantes. Ces négociations sont intervenues dans le cadre du mandat *ad hoc* susmentionné, mais également sous l'égide du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (ci-après « **CIRI**⁷ »). De nouvelles conditions ont été annoncées le 5 avril 2022 au travers d'un accord sur l'aménagement de la structure financière de la Société (ci-après la « **Restructuration** » ou « **l'Opération** »), après la publication le 28 décembre 2021 des résultats semestriels provisoires bien orientés dans le contexte de rebond du secteur aéronautique.

¹ Suite à deux *crashes* de BOEING 737 Max le 29 octobre 2018 et le 10 mars 2019.

² Un « *waiver* » est une dérogation écrite accordée par les créanciers à un cas de défaillance prévu par le contrat de prêt ou contrat obligataire.

³ Obligation remboursable en numéraire et en actions nouvelles et existantes.

⁴ Ordonnance du 8 juillet 2021 du Président du Tribunal de commerce de Toulouse. La mission des deux mandataires désignés est d'assister la Société dans ses négociations avec ses porteurs d'ORNANE et actionnaires en vue de parvenir à un plan de restructuration financière.

⁵ Notamment sur le rééchelonnement des principaux financements bancaires et le réaménagement du profil de remboursement des ORNANE.

⁶ Représentant une large majorité de la souche existante.

⁷ Nous rappelons que ce dernier est un organisme interministériel français qui accompagne les entreprises en difficulté pour mettre en œuvre des solutions permettant d'assurer leur pérennité et leur développement.

1.2 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues à l'article 261-3 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), le Conseil d'Administration de FIGEAC AERO du 19 novembre 2021 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL et du projet de Restructuration de la Société.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL et des conditions financières du projet de Restructuration du point de vue des actionnaires de FIGEAC AERO. Cela suppose notamment d'apprécier le positionnement du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL et, d'une manière plus générale, l'impact de la Restructuration pour les actionnaires de FIGEAC AERO et les porteurs d'ORNANE à titre informatif.

Le présent rapport, qui décrira les modalités et les conséquences de la Restructuration pour les actionnaires de la Société, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 modifiée le 10 février 2020.

Ce rapport répond donc aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et est établi à destination des personnes visées par la loi française. Plus particulièrement, il s'inscrit exclusivement dans un cadre réglementaire français, et nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation.

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, 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 relative à l'expertise indépendante ;
- 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 ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général ; un des associés signataires étant également membre du *Standard Review Board* de l'IVSC.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la Restructuration 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

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte de la Restructuration, les activités de la Société ainsi que de son environnement de marché ;
- Prendre connaissance des modalités de la Restructuration ;
- Analyser l'évolution historique du cours de bourse de la Société (liquidité, volatilité, etc.), les transactions comparables et le consensus des analystes suivant le titre FIGEAC AERO avant annonce des modalités de la Restructuration ;
- Sur ces bases, examiner le positionnement du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL ;
- Mettre en œuvre une évaluation multicritères de la Société après mise en œuvre de la Restructuration :
 - l'examen de la performance financière historique de FIGEAC AERO ;
 - l'analyse des risques et opportunités identifiés pour FIGEAC AERO, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - l'analyse de l'évolution de la dette obligataire cotée de la Société ;
 - l'analyse du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - l'identification des comparables boursiers et l'exploitation de l'information disponible les concernant.
- Analyser les effets de dilution potentiels pour les actionnaires actuels de la Société ;
- Examiner et apprécier la situation avant et après Restructuration des actionnaires actuels de la Société ainsi que des porteurs d'ORNANE ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions FIGEAC AERO et l'opinion sur les conséquences de la Restructuration pour ses actionnaires à raison des modalités et conditions ayant une incidence sur le capital de la Société.

Nous nous sommes entretenus à plusieurs reprises avec Monsieur Jean-Claude MAILLARD, Président Directeur Général, et Monsieur Joel MALLEVIALE, Directeur Administratif et Financier, ainsi que les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de la Restructuration que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

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.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par FIGEAC AERO. 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.

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

Notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite à la réalisation de la Restructuration, mais d'apporter aux actionnaires de FIGEAC AERO une information et une opinion sur les modalités et les incidences pour eux de cette Opération.

Notre rapport repose sur le Rapport Financier Annuel 2021, le Rapport Financier Semestriel au 30 septembre 2021, le projet de *prospectus* en date du 27 avril 2022 relatif à l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, et sur les modalités de l'avenant à l'accord annoncé le 9 septembre 2021 qui ont fait l'objet d'une communication par la Société le 5 avril 2022 et qui seront soumises au vote de l'Assemblée générale des actionnaires convoquée le 20 mai 2022, pour celles qui relèvent de sa compétence.

2. Présentation de FIGEAC AERO

2.1 Actionnariat et structure organisationnelle de FIGEAC AERO

2.1.1 Actionnariat

FIGEAC AERO est une société anonyme à Conseil d'administration immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Cahors sous le numéro 349 357 343 et dont le siège social se situe dans la Zone Industrielle de l'Aiguille à Figeac (46 100).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR0011665280).

Au 26 avril 2022, le capital social de FIGEAC AERO s'élève à 3 820 736,76€, constitué de 31 839 473 actions de valeur nominale 0,12€ chacune réparties de la manière suivante :

Tableau 1 - Actionnariat de FIGEAC AERO au 26 avril 2022

En nombre d'actions	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
SC MAILLARD ET FILS	12 496 000	39,25 %	24 992 000	45,14 %
J.C. MAILLARD	11 498 492	36,11 %	22 895 154	41,35 %
Salariés	70 712	0,22 %	141 229	0,26 %
Autres titres nominatif	154 890	0,49 %	284 402	0,51 %
Titres auto-détenus	562 608	1,77 %	-	-
Flottant	7 056 771	22,16 %	7 056 771	12,74 %
Total	31 839 473	100,00 %	55 369 556	100,0 %

Source : Société

SC MAILLARD ET FILS est une société *holding* familiale contrôlée par Monsieur Jean-Claude MAILLARD. Cette société, rassemblant Messieurs Rémi MAILLARD, Simon MAILLARD et Jean-Claude MAILLARD, est présumée agir de concert avec ce dernier qui détient en direct 36,11% du capital de la Société. Il est à noter que parmi les 31 839 473 actions composant le capital social de FIGEAC AERO au 26 avril 2022, 24 086 913 actions (soit environ 75,7%) présentent un droit de vote double.

Un plan d'intéressement a été mis en place dans le but de fidéliser les salariés du Groupe. À ce titre, ce dernier a procédé à plusieurs augmentations de capital réservées à ses salariés adhérents au Plan d'Épargne Entreprise avec :

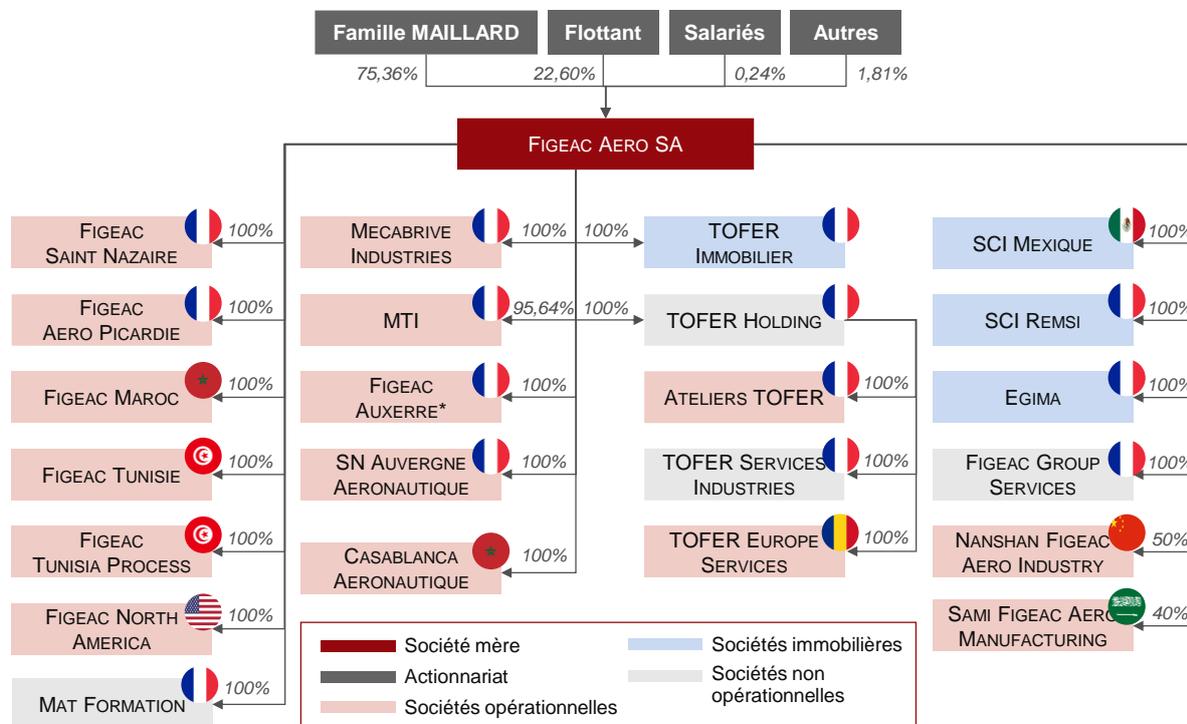
- L'émission de 30 557 actions nouvelles en date du 15 mai 2015 ;
- L'émission de 8 397 actions nouvelles en date du 10 juin 2016 ;
- L'attribution en date du 6 novembre 2017 d'un nombre total de 51 936 actions gratuites aux salariés de FIGEAC AERO, MTI, MECABRIVE, et FGA PICARDIE.

Il n'existe aucun instrument dilutif en circulation à date, en dehors des ORNANE.

2.1.2 Organigramme

La structure juridique de FIGEAC AERO se présente comme suit :

Figure 1 - Organigramme de FIGEAC AERO



*FIGEAC AUXERRE est sortie du périmètre à la suite du jugement de liquidation en date du 7 février 2022

Source : Projet de rapport semestriel au 30 septembre 2021

Les sociétés immobilières du Groupe sont majoritairement des structures de financement immobilier (Sociétés Civiles Immobilières - SCI) qui refacturent la totalité de leurs charges aux entités opérationnelles du Groupe :

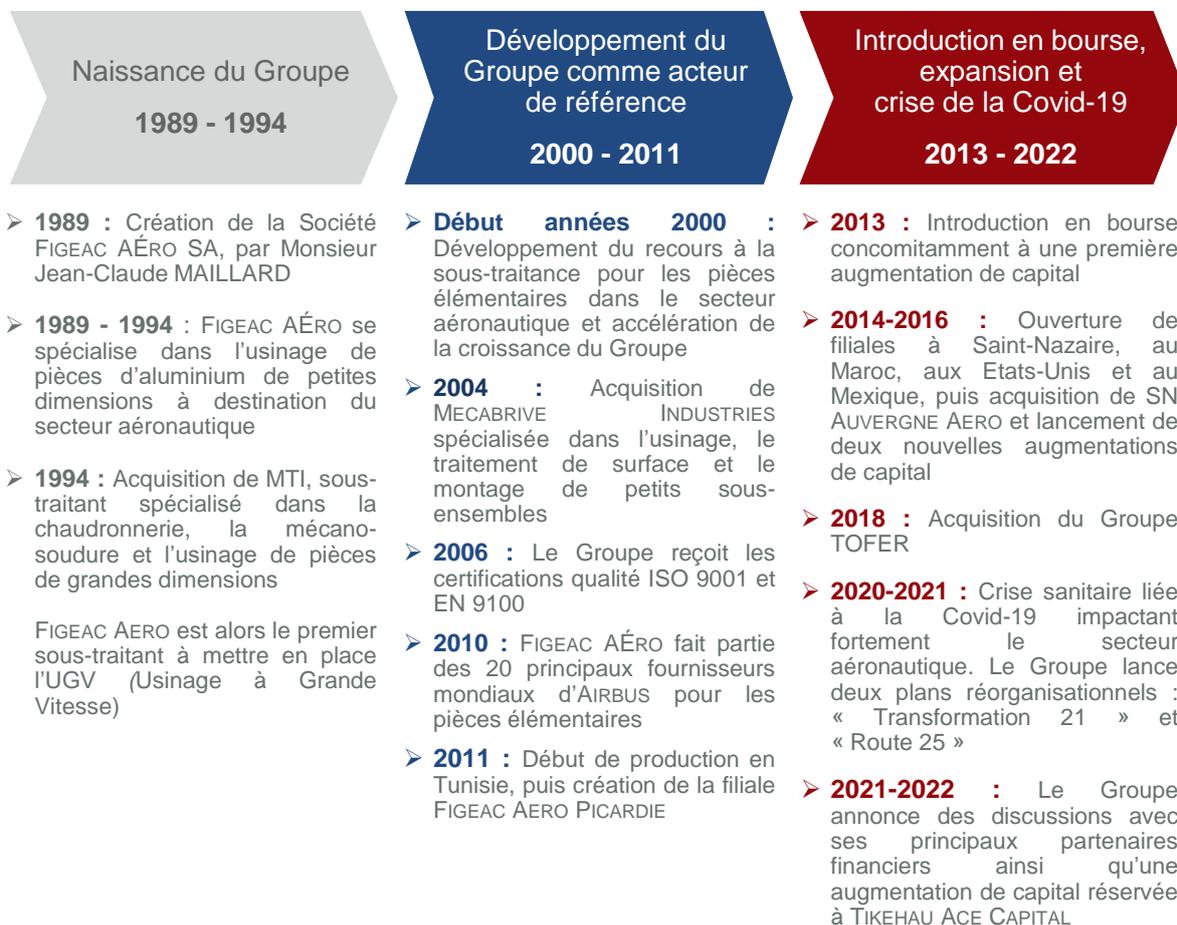
- SCI TOFER IMMOBILIER porte le financement du bâtiment exploité par les ATELIERS TOFER ;
- SCI MEXIQUE (Figeac Immeubles) porte le financement d'un bâtiment situé à Hermosillo au Mexique ;
- La SCI REMSI détenue par Monsieur Jean Claude MAILLARD est consolidée car considérée comme une entité ad hoc. Cette société est propriétaire d'un bâtiment industriel loué par la société mère ;
- EGIMA porte le financement d'un atelier de CASABLANCA AERONAUTIQUE.

Les filiales du Groupe sont détenues à 100%, à l'exception de NANSHAN FIGEAC AERO INDUSTRY (Chine) et de SAMI FIGEAC AERO MANUFACTURING (Arabie Saoudite) :

- Codétenue à 50% en *joint-venture* avec le producteur chinois d'aluminium SHANDONG NANSHAN ALUMINIUM (SNA), NANSHAN FIGEAC AERO INDUSTRY est une société destinée à produire des pièces aéronautiques en aluminium. Dans la pratique, SNA fournit la société en matières premières tandis que FIGEAC AERO lui apporte son savoir-faire en matière d'usinage. Avec ce partenariat officialisé en juillet 2018, le Groupe était à cette époque le premier sous-traitant aéronautique français à s'implanter en Chine ;
- Créée le 27 avril 2021, la société SAMI FIGEAC AERO MANUFACTURING LLC (SFAM) est une *joint-venture* basée à Djeddah en Arabie Saoudite réunissant FIGEAC AERO, SAMI (filiale à 100% du Fonds d'investissement public saoudien (PIF)) et la société saoudienne d'investissement industrielle DUSSUR. La société gère une usine de production de pièces métalliques en alliages légers et métaux durs utilisés dans la fabrication d'avions commerciaux et militaires de différents donneurs d'ordre tels que AIRBUS, BOEING, ou encore SAFRAN. Afin de permettre le lancement de la fabrication des premières pièces aéronautiques dont les livraisons débiteront courant 2022, un contrat de prestations de services a été mis en place entre la société et FIGEAC AERO SA.

2.2 Historique du Groupe

Figure 2 - Historique de FIGEAC AERO



Source : Société

Ingénieur mécanicien de formation, Monsieur Jean-Claude MAILLARD a créé FIGEAC AERO en janvier 1989 après une première expérience chez un équipementier aéronautique. Dès sa création, FIGEAC AERO se spécialise dans l'usinage⁸ de pièces aluminium de petites dimensions à destination de différents secteurs. À ce titre, la Société a fait l'acquisition de MTI en 1994, sous-traitant spécialisé dans la chaudronnerie⁹, la mécanosoudure et l'usinage. Dans ce contexte où le secteur aéronautique connaît une forte dynamique, le Groupe décide de s'y concentrer en devenant notamment le premier sous-traitant utilisant la technologie de l'Usinage à Grande Vitesse (UGV).

⁸ L'usinage désigne des procédés de fabrication consistant à retirer de la matière à une pièce brute à l'aide d'une machine-outil afin de lui donner une forme et/ou dimension particulière.

⁹ Regroupe l'ensemble des activités industrielles visant à fabriquer des métaux profilés en forme de feuilles, tubes, etc.

Au début des années 2000, le recours à la sous-traitance pour la fabrication de pièces de base se développe au sein du secteur aéronautique, permettant ainsi au Groupe d'accélérer sa croissance, notamment au travers de son expertise d'UGV pour les pièces en aluminium de grandes dimensions. Grâce à l'acquisition en 2004 de MECABRIVE INDUSTRIES, spécialiste de l'usinage, du traitement de surface et du montage de petits sous-ensembles, le Groupe s'impose alors peu à peu comme un acteur de référence au sein du secteur. FIGEAC AERO reçoit en 2006 des certifications européenne et internationale¹⁰ attestant de la qualité de ses produits. Aussi, AIRBUS retenait même le Groupe parmi ses 20 principaux fournisseurs de pièces élémentaires en 2010.

Afin de poursuivre son développement, FIGEAC AERO a ouvert un centre de formation pour apprentis sur son site historique de FIGEAC en étendant ses services d'usinage aux métaux durs et pièces moteurs. En effet, les années 2010 ont marqué un tournant dans la stratégie du Groupe. Pour répondre à sa recherche constante d'excellence industrielle, FIGEAC AERO a développé un schéma industriel basé sur la proximité régionale avec ses clients et la maîtrise des coûts. Dans ce contexte, FIGEAC AERO a commencé à produire en Tunisie en 2011, pays qui fera partie de la zone « *best-cost* » du Groupe. Le Groupe a également ouvert sa filiale FIGEAC AERO PICARDIE.

Dans le but de financer son développement, le Groupe a introduit en décembre 2013 ses titres sur le marché EURONEXT GROWTH¹¹, concomitamment à une première augmentation de capital permettant de lever un total de 17,6 M€. FIGEAC AERO poursuit alors son développement avec l'ouverture de filiales en France comme à Saint-Nazaire, mais également à l'international, notamment au Maroc, au Mexique ou encore aux Etats-Unis entre 2014 et 2016. Le Groupe a également acquis la SOCIETE NOUVELLE AUVERGNE AERONAUTIQUE¹² (spécialiste des pièces de tôlerie et chaudronnerie) en 2016 et le Groupe TOFER (usinage, chaudronnerie et assemblage) en 2018. Ces opérations de croissance externe ont été principalement financées par le produit des deux augmentations de capital en 2015 (20 M€ levés) et en 2016 (86,2 M€).

Jusqu'en 2019, le Groupe a connu une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires à deux chiffres. Toutefois, la crise de la Covid-19 survenue en mars 2020 a marqué un coup d'arrêt brutal à cette dynamique. En effet, les différentes mesures de confinement puis de restrictions de déplacement ont eu un effet défavorable sur le trafic aérien mondial, impactant fortement les compagnies aériennes, principaux clients des entreprises que sert FIGEAC AERO à l'instar d'AIRBUS ou de BOEING. Face à cette crise aux impacts sans précédent sur le secteur, le Groupe a mis en place le plan « Transformation 21 ». Déployé en fin d'exercice clôturant en mars 2020, ce plan d'optimisation opérationnelle a pour objectifs i) d'adapter la structure de coûts fixes du Groupe au niveau d'activité dégradé pendant la crise de la Covid-19, ainsi que ii) d'obtenir de nouvelles ressources financières afin d'assurer la continuité opérationnelle du Groupe.

¹⁰ Certifications ISO 9001 (pour le management de la qualité) et EN 9100 (qualité dans l'aéronautique et le spatial).

¹¹ Anciennement ALTERNEXT jusqu'en juin 2017.

¹² Société créée à l'occasion de l'acquisition d'Auvergne Aéronautique.

Il est à noter que le plan s'articule autour des cinq mesures suivantes :

- L'adaptation du niveau des effectifs du Groupe à celui de l'activité à moyen terme ;
- L'internalisation de certaines productions et activités ;
- La réorganisation et rationalisation des implantations industrielles ;
- L'optimisation de la consommation de matières premières ; et
- La réduction des dépenses d'exploitation, notamment par la rationalisation des achats généraux.

Dans ce contexte, ce plan avait pour ambition de réduire les coûts fixes d'environ 30 M€ sur la période du plan (dont 85% sur le seul exercice mars 2022), dont près de 17 M€ issus des plans de sauvegarde de l'emploi (PSE) déployés sur les sites de Figeac et de Méaulte en Picarde, ayant abouti à la suppression de 220 et 21 postes respectivement. Par ailleurs, il est à noter que le coût de ces deux plans a été partiellement amorti par le recours au chômage partiel rendu possible par le gouvernement français dans le cadre de la crise sanitaire.

Pour rappel, nous présentons ci-après l'évolution de l'effectif du Groupe entre mars 2016 et mars 2021 :

Figure 3 - Evolution de l'effectif de FIGEAC AERO entre mars 2016 et mars 2021



Sources : Rapports annuels 2017 à 2021

Entre 2016 et 2019, l'effectif de FIGEAC AERO a augmenté en moyenne de près de 23%, passant de 1 879 à 3 454 salariés sur la période. Cette croissance est notamment à mettre en regard de (i) celle du volume d'activité du Groupe sur cette période et des (ii) acquisitions du Groupe comme celles du Groupe AUVERGNE AERO en 2017 (+ 679 salariés) ou encore du GROUPE TOFER en 2018 (+70 salariés).

Sur 2021, le Groupe a adapté ses effectifs à son niveau d'activité détérioré lié à la crise de la Covid-19. Ainsi, l'effectif total passe de 3 454 à 2 546 salariés. Les mesures se sont traduites par des suppressions de postes au sein des filiales *low-cost* et américaines du Groupe, ainsi que sur les sites de Figeac et de Méaulte dans le cadre de plans de sauvegarde de l'emploi comme indiqué ci-avant.

Par ailleurs, avec des effets attendus à moyen terme, le plan opérationnel « Transformation 21 » a également pour vocation d'améliorer la compétitivité du Groupe en sortie de crise.

Dans ce contexte ré-organisationnel et dans la perspective de reprise des activités, le Groupe s'est rapidement adapté pour évaluer les moyens financiers nécessaires permettant de retrouver ses niveaux de rentabilité d'avant crise. Ainsi, FIGEAC AERO a annoncé dans son communiqué de presse du 7 juillet 2021 avoir arrêté un nouveau plan stratégique. Baptisé « Route 25 », ce plan vise à donner au Groupe l'impulsion et la trajectoire nécessaire pour i) retrouver son niveau d'activité d'avant crise et ii) établir un modèle permettant une performance économique créatrice de valeur et pérenne à l'horizon 2024/2025.

Dès lors, le plan stratégique « Route 25 » s'articule autour de quatre orientations stratégiques :

- Une croissance pérenne et non capitalistique du chiffre d'affaires s'appuyant sur les contrats existants du Groupe avec des objectifs de gain de nouvelles parts de marché ainsi que le développement de la vente de services ;
- L'optimisation de l'empreinte industrielle du Groupe, ainsi que le renforcement de l'automatisation sur le modèle des usines 4.0¹³ ;
- L'optimisation des coûts de fonctionnement et de production ; et
- L'amélioration des schémas de management à travers le déploiement d'un logiciel de gestion (ERP¹⁴) à l'échelle du Groupe, et de manière plus globale, sa digitalisation.

Afin de poursuivre les objectifs de son nouveau plan stratégique, FIGEAC AERO a été contraint de chercher des moyens de renforcer sa structure financière. Concomitamment à l'annonce du plan « Route 25 », FIGEAC AERO a également annoncé le 7 juillet 2021 la conclusion de deux nouveaux accords d'emprunt pour un montant total de 94 M€, contractés par l'intermédiaire d'un PGE de plus de 79 M€ et un second emprunt de 15 M€ auprès de BPIFRANCE *via* son programme « Atout ».

La crise de la Covid-19 ayant eu pour conséquence la dégradation de ses marges et de son résultat, le Groupe s'est retrouvé dans une situation où il ne pouvait pas faire face à l'échéance de remboursement des ORNANE à horizon octobre 2022. Le Groupe a ainsi entamé des discussions avec plusieurs de ses partenaires financiers et bénéficie de la procédure de mandat ad hoc depuis début juillet 2021. Ces discussions ont abouti à l'annonce le 9 septembre 2021 de la conclusion d'un accord avec TIKEHAU ACE CAPITAL en vue d'une prise de participation minoritaire de ce dernier au capital du Groupe, sous réserve de la réalisation de certaines conditions suspensives. Un avenant à cet accord a été signé par la Société en date du 4 avril 2022 stipulant de nouvelles conditions et un rééchelonnement des financements existants, ce qui permettrait ainsi au Groupe de renforcer ses capitaux propres et de favoriser son retour à la croissance, en s'adossant à un partenaire de long terme spécialiste du secteur.

¹³ Référence à l'industrie 4.0 (ou 4^{ème} révolution industrielle) qui désigne une nouvelle façon d'organiser les moyens de production, notamment grâce aux nouvelles technologies (domotique, *cloud*, réalité virtuelle etc.).

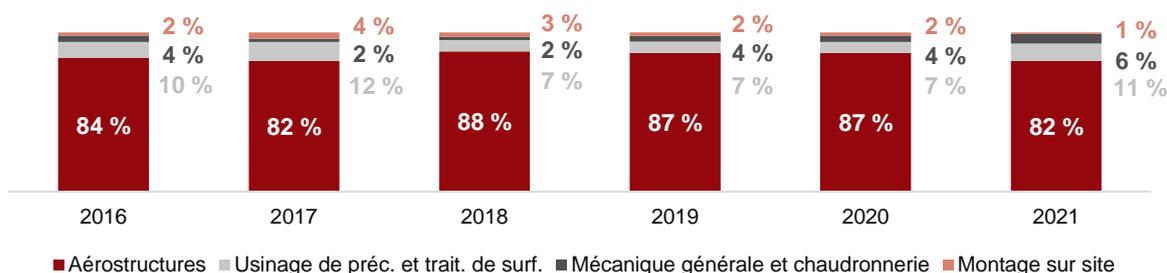
¹⁴ « Progiciel de gestion intégré » en français, un logiciel « *Enterprise Resource Planning* » (ERP) est un progiciel permettant la gestion des processus au sein d'une entreprise.

2.3 Présentation des activités de FIGEAC AERO

Les activités de FIGEAC AERO se décomposent en quatre principaux segments :

- La réalisation de pièces de structures (« Aérostructures ») ;
- L'usinage de précision et le traitement de surface ;
- Le montage de sous-ensembles ; et
- La mécanique générale et la chaudronnerie lourde.

Figure 4 - Evolution du chiffre d'affaires par activité de FIGEAC AERO entre 2016 et 2021



Sources : Rapports annuels 2017 à 2021

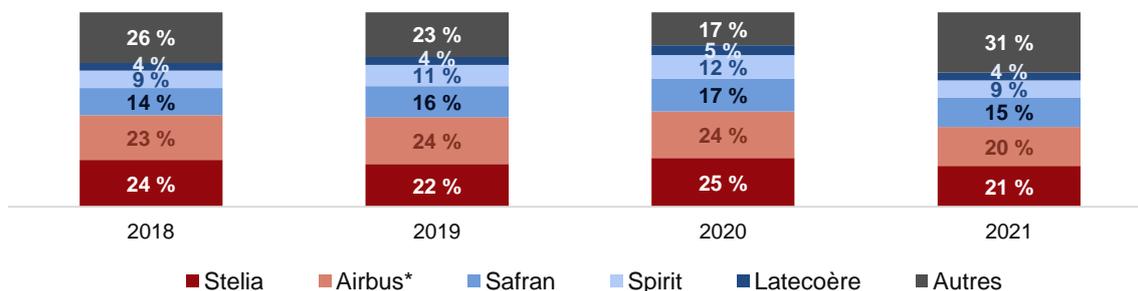
Activité historique du Groupe, la réalisation de pièces de structures représente la majeure partie des opérations de FIGEAC AERO avec une forte contribution au chiffre d'affaires, historiquement entre 80 et 90%.

En tant que sous-traitant aéronautique, FIGEAC AERO propose de manière générale ses services à trois catégories de clients selon la répartition suivante (cf. Figure 11) :

- Les sous-ensembliers, tels que STELIA AEROSPACE ou encore SPIRIT AEROSYSTEMS ;
- Les constructeurs comme AIRBUS, BOEING ou encore EMBRAER ; et
- Les équipementiers (SAFRAN, ROLLS ROYCE, etc.).

Au cours des quatre derniers exercices, FIGEAC AERO a principalement travaillé avec des sous-ensembliers et des constructeurs aéronautiques. Comme présenté dans la figure ci-après, des acteurs comme STELIA AEROSPACE, SPIRIT AEROSYSTEMS ou encore LATECOERE représentent entre 34% et 42% du chiffre d'affaires sur la période 2018-2021. Le constructeur AIRBUS a quant à lui contribué entre 20% et 24% au chiffre d'affaires de FIGEAC AERO sur la même période.

Figure 5 - Evolution du chiffre d'affaires par client de FIGEAC AERO entre 2018 et 2021



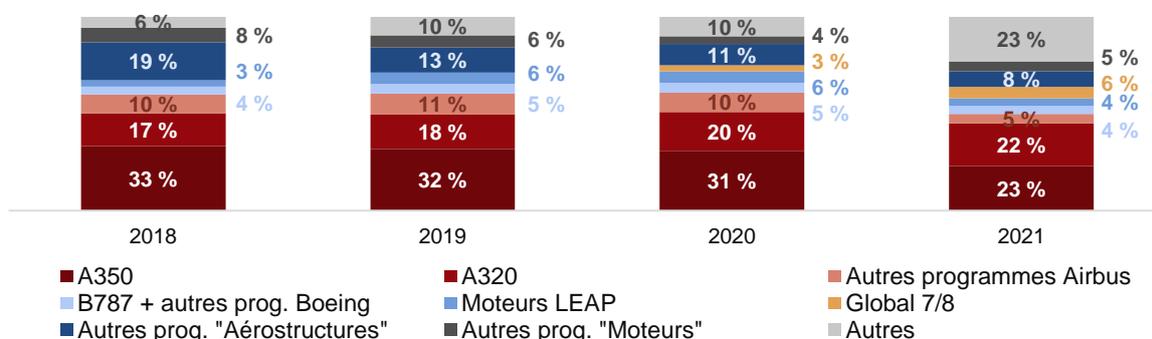
* Inklus AIRBUS HELICOPTER

Sources : Rapports annuels 2018 à 2021

Le portefeuille clients de FIGEAC AERO est relativement concentré sur la période 2018-2021, les 5 principaux clients du Groupe représentant entre 70% et 80% de son chiffre d'affaires avec AIRBUS¹⁵, le principal contributeur.

Depuis 2018, le Groupe communique également sur la répartition de son chiffre d'affaires par programme aéronautique tel que rappelé ci-après :

Figure 6 - Evolution du chiffre d'affaires par programme¹⁶ aéronautique de FIGEAC AERO entre 2018 et 2021



Sources : Rapports annuels 2018 à 2021

Le Groupe participe à la construction de la majorité des modèles présents dans l'aéronautique civile, à l'instar des modèles AIRBUS A350 et A320 qui représentent plus de 40% des appareils sur lesquels FIGEAC AERO intervient.

Le programme AIRBUS A350 est le plus contributeur au chiffre d'affaires du Groupe. Correspondant à des appareils long-courriers, il figure parmi ceux enregistrant les baisses de productions les plus importantes, passant de 108 avant crise à 60 sur l'exercice 2020/2021.

¹⁵ STELIA AEROSPACE (rebaptisé AIRBUS ATLANTIC depuis le 1er janvier 2022) est une filiale d'AIRBUS.

¹⁶ Le moteur LEAP développé par SAFRAN équipe notamment l'AIRBUS A320 NEO et le BOEING 737-MAX.

Par ailleurs, l'augmentation des cadences de production des programmes GLOBAL EXPRESS de BOMBARDIER permet au chiffre d'affaires du Groupe de doubler entre les exercices 2019/2020 et 2020/2021. Cette augmentation s'explique par la signature au cours de l'exercice 2018/2019 d'un contrat avec MITSUBISHI CANADA pour la production de pièces et de sous-ensembles GLOBAL EXPRESS.

Nous présentons ci-après l'exemple de trois programmes aéronautiques AIRBUS et BOEING dont la contribution au chiffre d'affaires du Groupe est importante.

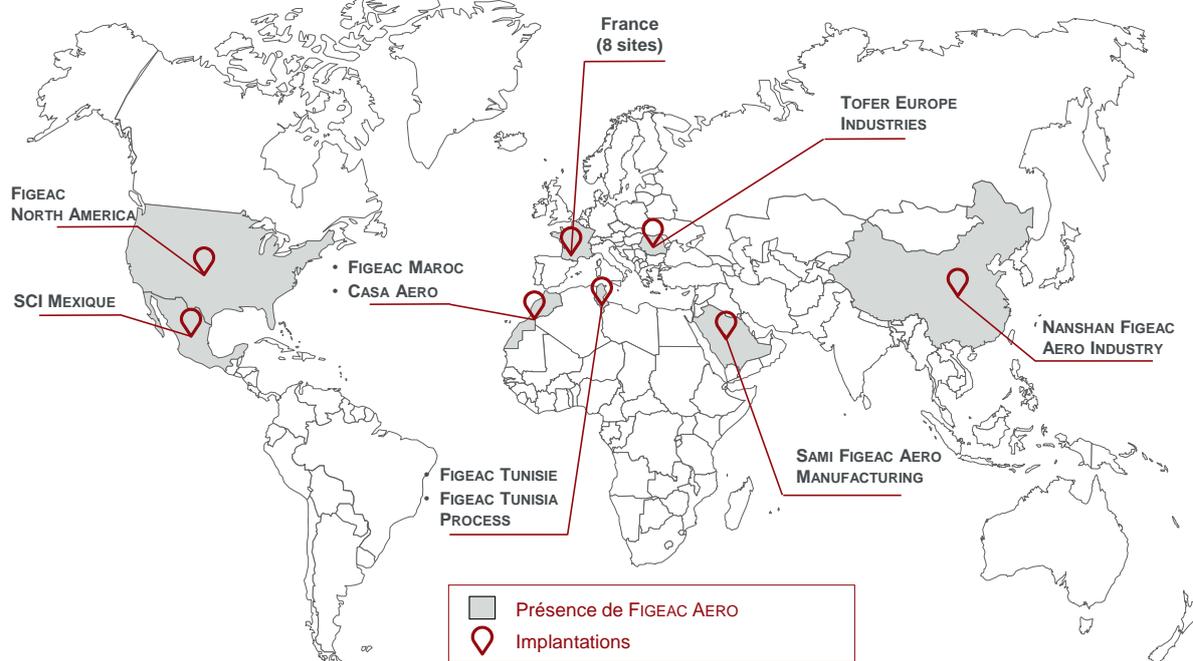
Figure 7 - Principaux appareils sur lesquels intervient FIGEAC AERO



Sources : AIR FRANCE, BOEING

Implanté historiquement dans le sud-ouest de la France, FIGEAC AERO est aujourd'hui présent sur les quatre continents avec 17 implantations rassemblant près de 2 500 employés au 30 septembre 2021.

Figure 8 - Présence géographique de FIGEAC AERO

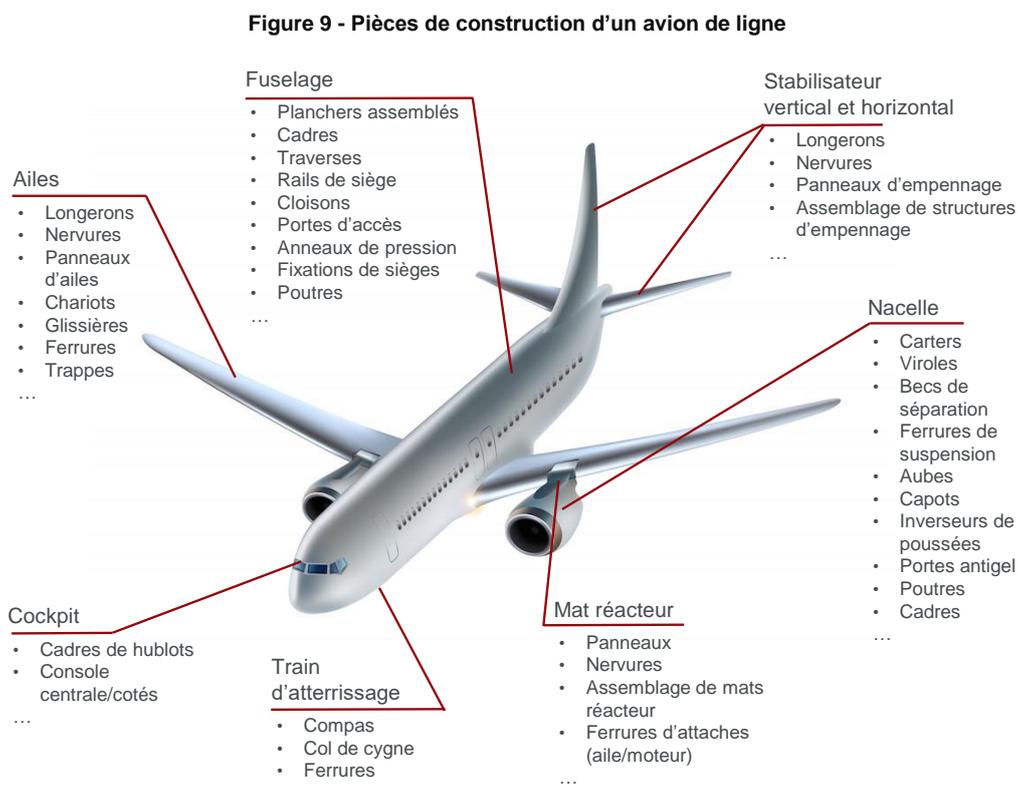


Source : Projet de rapport semestriel au 30 septembre 2021

2.3.1 Aérostructures (82% du chiffre d'affaires 2020/2021)

Activité historique du Groupe, la réalisation de pièces de structures reste la principale activité de FIGEAC AERO avec notamment la fabrication de structures métalliques.

La figure présentée ci-après résume les principales pièces de structures que fabrique FIGEAC AERO pour ses programmes aéronautiques.



Source : Rapport annuel 2021

Fabriquées dans la majorité des cas à des fins de « première monte », ces pièces sont utilisées sur l'ensemble des parties d'un avion : ailes, fuselage, cockpit, moteurs, train d'atterrissage, stabilisateurs, etc.

Les pièces de structures issues de cette activité s'adressent notamment aux constructeurs et équipementiers pour lesquels FIGEAC AERO opère en tant que sous-traitant de rang 1 ou de rang 2. La différence entre ces deux sous-traitants réside dans le lien que ces derniers entretiennent avec un client sur un projet. Les sous-traitants de rang 1 fournissent directement à leur client, tandis que les sous-traitants de rang 2 opèrent plutôt avec un sous-ensemblier qui jouera alors le rôle d'intermédiaire.

2.3.2 Usinage de précision et traitement de surfaces (11% du chiffre d'affaires 2020/2021)

Seconde activité du Groupe en termes de contribution au chiffre d'affaires (11% du chiffre d'affaires total du Groupe au 31 mars 2021), l'usinage de précision se distingue du procédé mis en œuvre pour l'activité d'aérostructures par les tolérances géométriques caractérisant les pièces mécaniques fabriquées. Ces pièces peuvent également être fabriquées avec tous types de métaux (alliages d'aluminium, fonte, titane, acier et inox), tandis que les pièces de structures sont principalement en aluminium comme indiqué ci-avant.

Comme les pièces de structures, les pièces d'usinage de haute précision peuvent intervenir dans la construction de l'ensemble des pièces constituant un appareil.

Complémentaire par rapport à l'activité d'usinage de précision, l'activité « traitement de surface » regroupe l'ensemble des prestations relatives à la finition des pièces métalliques. Ces prestations incluent notamment (i) les traitements et procédés spéciaux pour alliages, (ii) la peinture ou encore (iii) le contrôle non destructif des pièces (CND) qui vise à détecter les signes de « fatigue » sur les métaux traités.

2.3.3 Mécanique générale et chaudronnerie lourde (6% du chiffre d'affaires 2020/2021)

Ce segment d'activité regroupe les prestations de chaudronnerie et d'usinage de précision des pièces de grandes dimensions telles que des ensembles chaudronnés complexes en acier, inox et aluminium ou encore des constructions mécanosoudées plus ou moins importantes, à destination d'autres secteurs tels que l'énergie, l'automobile ou encore l'industrie pétrolière.

Les clients du Groupe faisant appel à ces services « à la demande » opèrent majoritairement dans les secteurs du pétrole, de l'énergie ou encore de l'automobile.

La contribution de cette activité au chiffre d'affaires est moins significative (6% du chiffre d'affaires total du Groupe au 31 mars 2021).

2.3.4 Montage de sous-ensembles aéronautiques (1% du chiffre d'affaires 2020/2021)

Ce segment d'activité correspond aux services de montage de pièces élémentaires en module d'appareil. Le montage a lieu au sein des usines du Groupe ou bien sur site directement chez le client.

Il est à noter que les prestations d'assemblage proposées par FIGEAC AERO ne sont pas de nature à concurrencer les clients sous-ensembliers du Groupe dans la mesure où les prestations du Groupe concernent les petits sous-ensembles comme des planchers.

La contribution de cette activité au chiffre d'affaires est également peu significative (1% du chiffre d'affaires total du Groupe au 31 mars 2021).

3. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de FIGEAC AERO

3.1 Présentation globale de l'industrie aéronautique

La présentation qui suit résulte notamment du Rapport annuel 2021, ainsi que des études XERFI « l'Industrie aéronautique et spatiale » et « La mécanique industrielle » publiées en 2021.

3.1.1 Structure et tendance de l'industrie aéronautique et spatiale

L'industrie aéronautique et spatiale inclut les sociétés produisant les différents types d'aéronefs, d'appareils spatiaux ainsi que les pièces détachées de ces appareils. Dans le secteur aéronautique, plus précisément, l'activité se compartimente en deux parties :

- L'aviation à usage civil (avions d'affaires et privés, avions régionaux, etc.) ;
- L'aviation à usage militaire (avions de combat, ravitailleurs et drones, etc.).

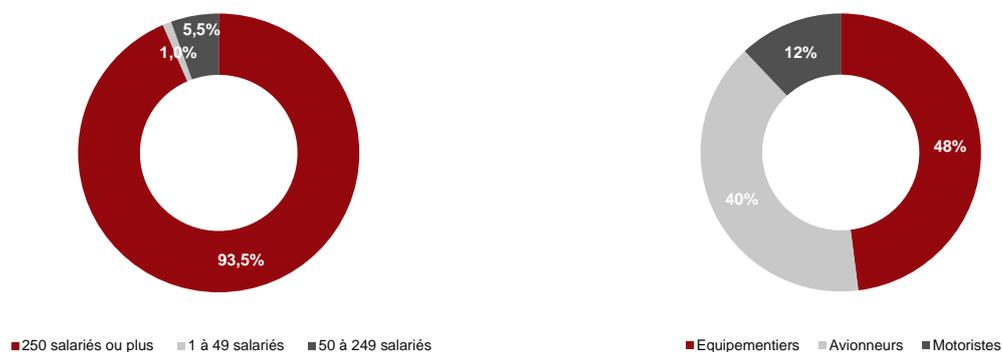
Malgré la crise sanitaire, ce secteur reste la première source du commerce extérieur en France avec un excédent de 19,7 Mds€ en 2021 contre 16,5 Mds€ en 2020 et 31,1 Mds€ en 2019. En effet, le poids du secteur dans les exportations françaises représentait 7,5% en 2021 contre 8,4% en 2020 et 12,9% en 2019¹⁷.

La filière s'organise de la façon suivante :

- **Les constructeurs / avionneurs** : Principalement des grandes entreprises qui se situent à la fin de la chaîne de production. Ils réalisent la conception, la construction, l'assemblage puis la commercialisation des appareils. Ils sous-traitent certaines activités comme la production de moteurs, d'aérostructures et divers équipements. Ces acteurs représentent 40% du chiffre d'affaires du secteur en France ;
- **Les équipementiers / motoristes / sous-traitants** : Ce sont des opérateurs ou des sous-traitants offrant des produits / pièces spécifiques aux constructeurs comme les moteurs, les intérieurs d'avions, des aérostructures ou bien des services d'assemblage en atelier ou sur site. Les équipementiers, motoristes et sous-traitants représentent 60% du chiffre d'affaires du secteur en France. FIGEAC AERO fait partie de cette catégorie (à l'instar de MECHACHROME, ASCO, NEXTEAM, etc).

¹⁷ Rapport du commerce extérieur de la France 2021 et 2022 - <https://www.tresor.economie.gouv.fr/>.

Figure 10 - Répartition du chiffre d'affaires par tranche d'effectif et par acteur de l'industrie aéronautique et spatiale française

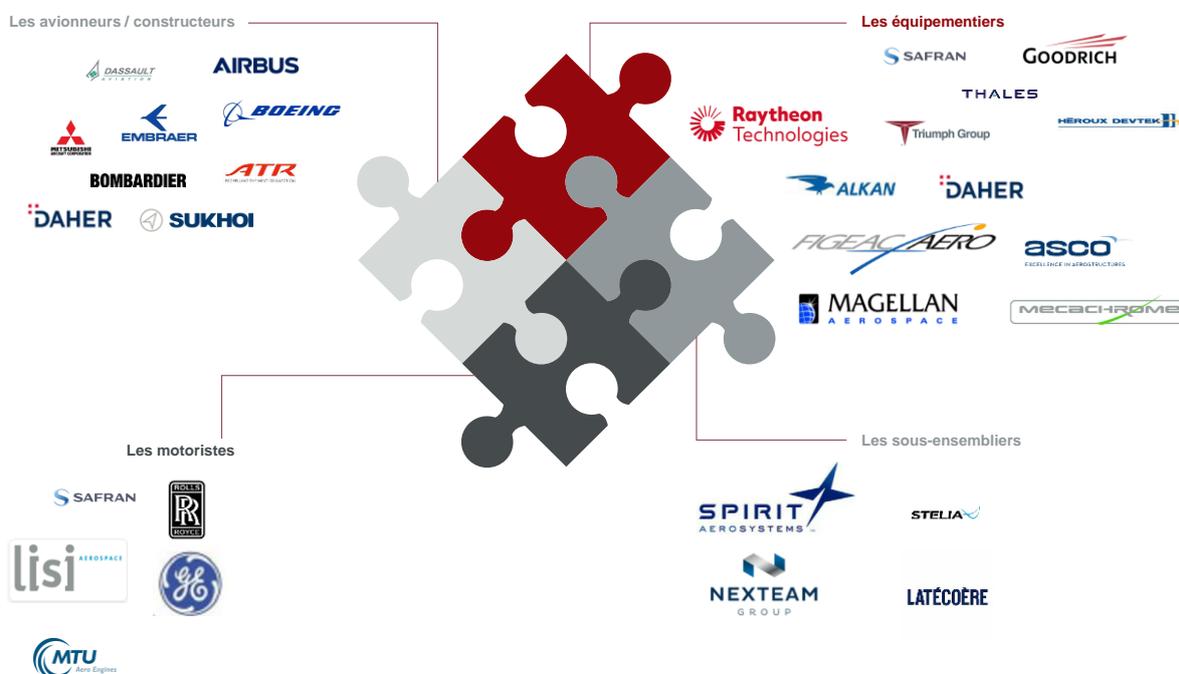


Source : XERFI (« Industrie aéronautique et spatiale, mai 2021 »)

Au niveau du profil des entreprises, le marché est notamment composé de grandes entreprises (plus de 250 salariés) qui représentaient en 2020, 34% des acteurs du secteur et 93,5% du chiffre d'affaires en France.

Le phénomène de concentration en vigueur dans ce secteur s'explique notamment par la présence de leader mondiaux comme AIRBUS, DASSAULT ou DAHER. Bien que les entreprises de moins de 250 salariés sont majoritaires (66% des acteurs) elles représentaient moins de 7% du chiffre d'affaires du secteur en 2020.

Figure 11 - Environnement concurrentiel du secteur



Source : Rapport financier annuel 2021 de FIGEAC AERO.

3.1.2 Organisation de la chaîne de valeur

La construction d'un aéronaf est une succession d'étapes mobilisant plusieurs acteurs et métiers. Le processus de production se déclenche uniquement à la suite d'une commande de flottes. L'offre de flottes aériennes se décompose globalement en six temps : (i) la conception d'ensemble, (ii) la fabrication de pièces et de composants, (iii) le sous-ensemble et le pré-assemblage, (iv) l'assemblage, (v) l'exploitation ainsi que (vi) les services de réparation et de maintenance. FIGEAC AERO est présent sur le segment des pièces et composants ainsi que le montage de sous-ensemble et le pré-assemblage.

L'organisation de la chaîne de valeur de la filière aéronautique suit un schéma pyramidal avec un architecte-Intégrateur comme AIRBUS en charge de l'intégration motrice, de la voilure et de l'assemblage qui va confier à des équipementiers de rang 1, la conception de pièces spécifiques de l'appareil comme des moteurs ou des aérostructures. Ces équipementiers vont à leur tour s'adresser à des sous-traitants : de rang 2, 3 ou 4 (présentés ci-après) afin de leur fournir des pièces élémentaires standardisées. Ces entreprises, généralement des PME, travaillent le plus souvent pour des sous-traitants de rangs supérieurs et sont rarement en relation directe avec les constructeurs.

Figure 12 - La chaîne de valeur de la filière aéronautique



Source : L'aéronautique - SOLUTIONS & CO - l'agence de développement économique des Pays de la Loire

3.1.3 Focus sur les équipementiers/sous-traitants

FIGEAC AERO étant un sous-traitant spécialisé dans la fabrication d'aérostructures, nous nous intéresserons ici davantage aux différents types d'équipementiers et sous-traitants et leur rôle dans la chaîne de valeur.

Une partie de l'activité des équipementiers aéronautiques appartient au secteur plus global de la mécanique industrielle dont la principale activité est la réalisation de pièces métalliques par enlèvement de matière comme le fraisage, le meulage ou le tournage. Il s'agit d'un secteur représentant 16,4 Mds€ en 2020¹⁸ et dont le secteur aéronautique et spatiale représente 12%.

¹⁸ XERFI – La mécanique industrielle - Novembre 2021.

Les équipementiers et fournisseurs sont généralement des sous-traitants pour le compte de donneurs d'ordres, ils se déclinent en quatre types :

- **Sous-traitants de rang 1** : ceux-ci livrent directement leurs produits aux donneurs d'ordres qui sont souvent des constructeurs, des avionneurs ou des équipementiers. Il s'agit de motoristes, de constructeurs ou de fabricants d'aérostructures comme SAFRAN et FIGEAC AERO ;
- **Sous-traitants de rang 2** : il s'agit principalement d'équipementiers producteurs de modules techniques. Contrairement au sous-traitant de rang 1, ces sociétés ne livrent pas directement leurs produits aux donneurs d'ordres mais à des intermédiaires (sous-ensembliers) qui sont souvent des entreprises de rang 1 ;
- **Sous-traitants de rang 3** : également appelés « sous-traitants de spécialité », ce sont des entreprises possédant des actifs et des compétences spécifiques relatives à la mécanique ou proposant des prestations de services informatiques ;
- **Sous-traitants de rang 4** : aussi appelés « sous-traitants de capacité ou de production », ce sont des petites entreprises qui sont sélectionnées selon leurs offres tarifaires car elles offrent des pièces de production et des services standardisés et sont par conséquent présent sur un sous-segment très concurrentiel.

Globalement le secteur des équipementiers est très atomisé (en particulier, pour les sous-traitants de rang 4). En effet, la grande majorité sont des équipementiers intervenant au niveau régional ou local. Les leaders de la filière sont, *a contrario*, davantage présents à l'international. Il est à souligner que les acteurs opérant sur le territoire national sont pour l'essentiel français et se positionnent sur des parties spécifiques de la construction d'un avion.

Tableau 2 - Principaux équipementiers en France

Acteurs	Pays	Chiffre d'affaires consolidé
		2020 (en M€)
Raytheon Technologies	Etats-Unis	49 582
Thalès	France	16 989
Safran	France	16 498
Lisi	France	1 230
Daher	France	1 200
Figeac Aero	France	447
Latécoère	France	413
Total		86 359

Source : XERFI (« Industrie aéronautique et spatiale, mai 2021 »)

Concernant les principaux acteurs de la filière, ils sont présentés comme suit :

- SAFRAN, considéré comme l'acteur le plus important, avec un chiffre d'affaires de 16 Mds€ en 2020, il produit à la fois des moteurs, des intérieurs d'avions (cabines, sièges, etc.) ou des trains d'atterrissage ;
- LISI (1,2 Md€ de chiffre d'affaires en 2020) et LATECOERE (413 M€) autres grands opérateurs sont respectivement spécialisés dans les fixations de composants structuraux ainsi que les composants d'aérostructures et les systèmes d'interconnexions ;
- DAHER qui fabrique également des composants d'aérostructure ;
- RAYTHEON TECHNOLOGIES (49,6 Mds€), entreprise américaine présente dans la fabrication d'une multitude de produits (radars, armements et moteurs) ;
- THALES (17 Mds€) qui est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de systèmes électroniques à destination de l'industrie aéronautique ;
- FIGEAC AERO (447 M€), spécialisé dans l'aérostructure.

3.1.4 Les déterminants et enjeux du secteur aéronautique

La crise de la covid-19 a profondément bouleversé le secteur aérien amenant ses différents acteurs à répondre, en plus des problématiques environnementales, à de nouveaux défis pouvant être présentés comme suit :

Démarrer la reprise de l'activité à la suite de la crise sanitaire

Le défi des principaux opérateurs de la filière est de se restructurer sans impacter négativement leurs actifs corporels et leur capital humain. Ainsi, en plus des plans visant à abaisser leur seuil de rentabilité, les industriels du secteur ont également lancé des processus de cession d'activités considérées comme non stratégiques et se sont recentrés sur leur cœur de métier. Ces opérations permettront ainsi aux opérateurs de se délester des activités peu rentables et de faire rentrer des liquidités dans un deuxième temps renforçant de ce fait leur trésorerie.

Par exemple, AIRBUS a annoncé en avril 2021, créer une entité en Allemagne qui regroupera toutes les activités de pièces élémentaires qu'elle possède dans ce pays afin de la céder car jugée non stratégique par le groupe. L'opération a pour second objectif de préparer le groupe à une future concurrence des prix avec BOEING qui a profité de la crise sanitaire pour réduire sa structure de coûts.

Par ailleurs, un plan de 8 Mds€ initié par des établissements publics et privés a été mis en place en juin 2020 visant à maintenir l'emploi, stimuler la demande ainsi qu'à soutenir les PME et la R&D.

À la suite de la crise sanitaire et de la reprise de l'activité, le marché de l'aéronautique fait désormais face à un rebond de la demande d'avions commerciaux impliquant la hausse des cadences de production. Celle-ci appelle notamment à une réorganisation de la production par un recrutement plus important de travailleurs qualifiés et des investissements en R&D. En effet, contrairement à des pays comme l'Allemagne et les Etats-Unis où les capacités de production augmentent, la France voit, quant à elle, ses capacités rester stables.

Améliorer la compétitivité de l'outil de production

Par ce biais, l'industrie vise à produire, à des coûts plus faibles, pour faire face à la concurrence provenant de l'étranger (notamment Chine et Maghreb) où les chaînes de production sont à bas coûts. Le nombre de donneurs d'ordres étant assez limité, les constructeurs profitent de cette situation pour mettre en compétition les fournisseurs nationaux et étrangers. La pression devient donc très importante pour les équipementiers et sous-traitants français qui doivent supporter les risques techniques, commerciaux et de change.

Cela se traduit par l'installation de (i) lignes mono flux¹⁹, (ii) l'automatisation de process, (iii) la mise en place de nouvelles techniques et (iv) technologies comme l'impression 3D et le pilotage numérique de la production, ainsi que (v) la réorganisation du système de production en regroupant les sites dans le but de réaliser des économies d'échelles.

En mars 2019, par exemple, FIGEAC AERO a inauguré une usine de 7 500 m² dotée d'une technologie de pointe permettant la production de pièces moteurs de type *LEAP*, un moteur lancé par SAFRAN en 2016 réduisant de près de 15% la consommation de kérosène par rapport au moteur CFM56. En 2020, le moteur *LEAP* représentait 84% des livraisons de moteurs d'avions civils de SAFRAN.

Profiter des opportunités de croissance à l'étranger

Les acteurs de l'aéronautique sont amenés progressivement à s'internationaliser car cette stratégie réduirait leur dépendance aux politiques et conjonctures de leur marché d'origine.

Ainsi AIRBUS, par son développement d'activité aux Etats-Unis a pu limiter ses expositions aux fluctuations de changes et éviter les droits de douanes, promulgué par le Gouvernement Trump, en produisant sur le territoire. En effet, pour concurrencer BOEING, le Groupe a implanté progressivement des activités de sa division aéronautique commerciale dans le pays. Aujourd'hui AIRBUS emploie 4 000 personnes sur le sol américain et a dépensé près de 48 Mds\$ dans le pays auprès de sous-traitants depuis le début des années 2000. Les Etats-Unis représentant 40% des dépenses militaires mondiales, AIRBUS a profité par la même occasion de l'immense marché de la défense en fournissant des hélicoptères UH 72A LAKOTA à l'US ARMY et en s'associant avec LOCKHEED MARTIN dans le but de vendre l'avion de ravitaillement A330 MRTT à l'aviation américaine.

Cependant, ces délocalisations conduisent à une baisse de l'activité des équipementiers en France, c'est pourquoi les industriels investissent également sur le territoire pour accroître la compétitivité de leur site.

¹⁹ Celles-ci permettent la fabrication de plusieurs modèles sur une même ligne de production.

Les défis environnementaux

Bien qu'elle représente moins de 2%²⁰ des émissions de gaz à effet de serre, l'aéronautique occupe une place centrale dans le débat écologique. Afin de répondre à ce défi, l'ASSOCIATION INTERNATIONALE DU TRANSPORT AERIEN ET DE L'ORGANISATION DE L'AVIATION CIVILE INTERNATIONALE a donné pour objectif au secteur de réduire de 50% ses émissions de gaz à effet de serre d'ici 2050. Pour atteindre ces objectifs, des solutions énergétiques alternatives ont été mises en place telles que l'hydrogène ou la propulsion électrique. Ainsi, la start-up VOLTAERO a vu le jour dans le but de mener le développement d'avions nouvelles générations avec des sources d'énergies hybrides (électriques et thermiques) à l'instar de leur gamme d'avions CASSIO. En effet, cette gamme est dotée de deux moteurs, un moteur électrique utilisé au décollage et à l'atterrissage afin de réduire les nuisances sonores et un moteur thermique mobilisé durant le vol.

AIRBUS, pour sa part, s'est lui concentré sur les biocarburants, l'hydrogène principalement, en présentant en octobre 2020 sa gamme « Zéro émission » constituée de trois appareils fonctionnant uniquement à l'hydrogène. L'objectif étant pour AIRBUS de commercialiser un de ces trois avions d'ici 2035. Objectif se révélant être un véritable défi face aux 3 grandes problématiques que pose la propulsion à hydrogène à savoir : (i) la taille des réservoirs qui occupe quatre fois plus de place que le kérosène, (ii) la liquéfaction de l'hydrogène qui est une opération coûteuse et énergivore et enfin (iii) les problèmes de certifications assurant la sécurité de ces appareils.

Les enjeux environnementaux ont aussi un effet économique pour les compagnies car des appareils moins consommateurs en carburant réduiraient drastiquement la facture énergétique et amélioreraient les résultats opérationnels des entreprises. A titre informatif, en 2016 l'achat de carburant représentait entre 17% et 36% des coûts opérationnels des sociétés.

Développement des activités de service

La crise sanitaire a mis en exergue l'extrême sensibilité des résultats des acteurs de l'industrie aéronautique aux livraisons d'avions. Cela les a donc conduits à diversifier leurs activités en se concentrant sur les offres de services comme la maintenance ou la réparation présentées comme suit :

- Le développement de la maintenance prédictive : à l'aide des données collectées et analysées, les opérateurs conçoivent des algorithmes qui calculent les risques de pannes et permet donc de les anticiper et ainsi à réduire les coûts de maintenance en abaissant la durée d'immobilisation de l'appareil ;
- Les prestations de services : pour réduire leur dépendance à la conjoncture les avionneurs et équipementiers développent des services notamment pour la formation de personnels et pour la maintenance et la réparation du matériel.

Réduction des rapports de forces avec les donneurs d'ordres

Les usineurs sont pour une grande part des TPE et PME qui répondent à des commandes de clients de taille plus importante. L'existence d'asymétrie de taille entre l'offre et la demande entraîne nécessairement des rapports de forces déséquilibrés lors de la négociation des tarifs. C'est lors des crises que la faiblesse de négociation des équipementiers est la plus préjudiciable car les donneurs d'ordres font pression afin de maintenir leurs marges en allongeant notamment les délais de paiements.

²⁰ XERFI – Industrie aéronautique et spatiale - mai 2021.

Cependant, les équipementiers ayant des savoir-faire spécifiques qui sont difficiles à la fois à internaliser et à trouver chez d'autres concurrents du secteur, ce rapport de force est contrebalancé.

L'évolution de la parité euro/dollar

La plupart des ventes à l'export d'aéronefs étant effectuées en dollar, les opérateurs de l'industrie sont fortement exposés à des risques de change notamment de l'euro par rapport au dollar. Ainsi, un euro fort peut se révéler être un frein à la compétitivité-prix des aéronefs européens. Afin de réduire ces risques, certaines sociétés du secteur développent des stratégies de couverture. LATECOERE, par exemple, cherche à acheter davantage de produits dans la même devise, en plus de stratégies plus classiques de couverture *via* l'utilisation d'instruments financiers dérivés sur son exposition résiduelle²¹.

3.1.5 Focus sur AIRBUS

Cette partie se focalisera sur le principal partenaire de FIGEAC AERO à savoir AIRBUS, dont les programmes représentaient près de 50% de son chiffre d'affaires en 2021.

Créé en 2000, AIRBUS est le leader en Europe du secteur aéronautique et spatial. Avec un chiffre d'affaires de 52,1 Mds€ en 2021, le groupe est présent sur 3 segments :

La fabrication d'avions commerciaux

Avec un chiffre d'affaires de 36,2 Mds€ (69 % du chiffre d'affaires du groupe en 2021), la division AIRBUS COMMERCIAL AIRCRAFT est le leader mondial dans la fabrication d'avions commerciaux aux côtés de son principal concurrent BOEING.

Cette division comprend plusieurs familles d'avions de transport de passagers allant de 100 à 600 places, aussi bien des avions monocouloirs que des gros porteurs long-courriers. Le groupe produit également des jets d'affaires et des avions cargo.

Le siège d'AIRBUS est situé aux abords de l'aéroport de Toulouse-Blagnac et dispose, sur ce même site, (i) des lignes d'assemblages de tous les avions commerciaux hors A220, (ii) des activités financières, marketing (iii) ainsi que des unités de recherche et d'essais. La division possède également deux sites à Saint-Nazaire et Nantes spécialisés dans l'assemblage, l'équipement et les tests d'avions notamment A320 et A330.

Grâce à cette division, AIRBUS est devenu le premier constructeur au monde en 2019 avec 800 livraisons sur l'année. A cela s'ajoute les difficultés rencontrées par BOEING la même année avec le B737MAX.

La crise de la covid-19 ayant touché fortement le secteur aérien, il est à noter qu'AIRBUS COMMERCIAL AIRCRAFT est la division d'AIRBUS ayant été la plus impactée avec une baisse de près de 37% de son chiffre d'affaires entre 2019 et 2020.

Pour ses perspectives, AIRBUS prévoit de livrer 720 avions commerciaux d'ici la fin de l'année 2022 en augmentation de 15% par rapport à l'exercice 2021 (611 avions).

²¹ Document d'enregistrement universel 2019, LATECOERE.

Dans le domaine de l'aérostructure, AIRBUS possède le groupe STELIA spécialisé dans le fuselage et les sous-ensembles en métal ou en matériaux composites. Avec un chiffre d'affaires de 1,6 Md€ et 7 000 collaborateurs dans le monde en 2020, STELIA AEROSPACE²² est le premier client de FIGEAC AERO. Une place qui tend à se maintenir sur la durée avec le récent contrat signé entre les deux parties. Il s'agit d'un contrat de 5 ans d'un montant de 20 M€²³ dans lequel FIGEAC AERO devra assurer la fourniture de pièces élémentaires en usinage et chaudronnerie dans le cadre du programme AIRBUS 220.

Tableau 3 - Programme d'avions civils d'AIRBUS

Programmes	Carnet de commandes	Livraisons 2021	Evolution des livraisons sur un an
Familles A220 (Moyen-courrier)	496	50	31,6 %
Familles A320 (Moyen-courrier)	5 807	483	8,3 %
Familles A330 (Long-courrier)	283	18	(5,3)%
Familles A350 (Long-courrier)	425	55	(6,8)%
Autres	71	5	n.c.
Total	7 082	611	

Source : Résultats financiers AIRBUS 2021

La fabrication d'avions militaires et de systèmes spatiaux

Avec un chiffre d'affaires de 10,2 Mds€ en 2021²⁴, la division AIRBUS DEFENCE & SPACE a pour principale activité la fabrication d'appareils aériens et spatiaux à usage militaire essentiellement. Le Groupe dispose de 8 sites en France métropolitaine et un site en Guyane. Il détient également des activités de commercialisation de services de lancements et de conception dans l'optique spatiale.

La division AIRBUS DEFENCE & SPACE donne à AIRBUS les premiers rôles dans ce secteur en Europe. En effet, il est le troisième fabricant de systèmes spatiaux et le premier acteur en matière de défense sur le continent européen.

La fabrication d'hélicoptères militaires et civils

Créée en 1992, la division AIRBUS HELICOPTERS est spécialisée dans la construction d'hélicoptères civils et militaires. Avec un chiffre d'affaires de 2021 de 6,5 Mds€ (12% du chiffre d'affaires du Groupe) AIRBUS se place comme le leader mondial de la fabrication d'hélicoptères civils et l'un des principaux constructeurs d'hélicoptères militaires.

²² STELIA AEROSPACE est devenue AIRBUS ATLANTIC le 1^{er} janvier 2022.

²³ Rapport financier annuel 2021 de FIGEAC AERO.

²⁴ Résultats financiers AIRBUS 2021.

Effet de la crise sanitaire sur le groupe AIRBUS

Face à la crise sanitaire, AIRBUS a su rapidement adapter son appareil productif à la baisse drastique des cadences de production. Le groupe à partir du mois d'avril ne produisait ainsi que 40 A320, 2 A330 et 5 A350 par mois. AIRBUS a annoncé en juin 2020 un plan de réduction des effectifs avec la suppression de 15 000 postes environ 10% de l'effectif total. Grâce à des départs volontaires et des pré-retraites, le groupe n'a procédé à aucun licenciement en France. Cependant, ces programmes n'ont pas empêché la société de subir de plein fouet la crise avec une contraction du chiffre d'affaires de 29,2% par rapport à l'année précédente.

Sur le plan géographique, bien que 40% du chiffre d'affaires d'AIRBUS soit réalisé en Europe une part non négligeable est réalisée en Asie-Pacifique (26,2%) et en Amérique du Nord (17,4%).

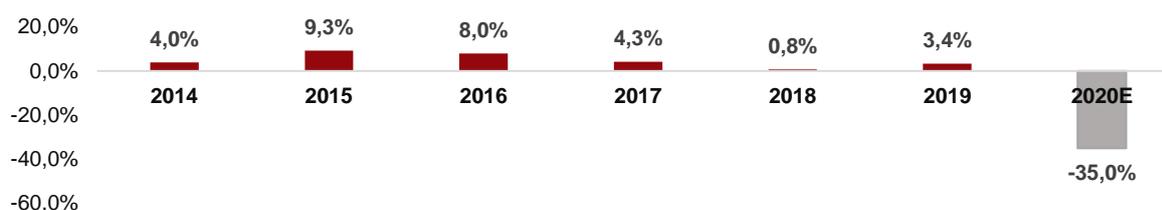
3.1.6 Les effets de la crise sanitaire sur l'industrie aéronautique

Après un léger recul de la production de l'industrie aéronautique, entre 2013 et 2015, dû à la réduction des cadences de fabrication de l'A380²⁵ et l'A330 en France. La filière a repris son activité en 2016, grâce notamment à une augmentation de la demande de l'aéronautique civile et des A320 et A350.

Les modèles monocouloirs ont ainsi rencontré un véritable succès sur cette période au détriment des gros porteurs qui sont moins adaptés à la concurrence et aux pressions tarifaires du marché. L'emploi a également profité de la conjoncture en voyant les effectifs augmenter de 27% entre 2010 et 2019.

La crise sanitaire de la covid-19 dont les effets ont eu lieu en 2020, ont entraîné un véritable coup d'arrêt pour le secteur avec une contraction du chiffre d'affaires de près de 35%²⁶ cette année-là.

Figure 13 - Chiffre d'affaires des entreprises aéronautiques



Sources : XERFI (« Industrie aéronautique et spatiale, mai 2021 »), Analyses FINEXSI

En France, la baisse de l'activité est essentiellement imputable à l'effondrement des livraisons d'avions long-courriers types A330 (- 64%) et A350²⁷ (- 47,3%) qui sont exclusivement assemblés dans l'hexagone. A cela s'ajoute le programme A380 ayant pris fin définitivement la même année.

²⁵ L'Airbus A380 est un avion de ligne civil très gros-porteur long-courrier quadriréacteur à double pont, produit par AIRBUS.

²⁶ XERFI - Industrie aéronautique et spatiale - mai 2021.

²⁷ Pour rappel, le programme A350 est l'un des principaux programmes sur lesquels intervient FIGEAC AERO.

Face aux restrictions et aux fermetures des frontières, les compagnies aériennes ont été amenées à réduire leurs offres et par la même occasion à suspendre leurs commandes d'appareils. Afin de limiter les pertes et l'utilisation de leur trésorerie, les opérateurs ont développé des programmes d'économies visant à diminuer leur seuil de rentabilité en renonçant à des investissements et à des versements de dividendes.

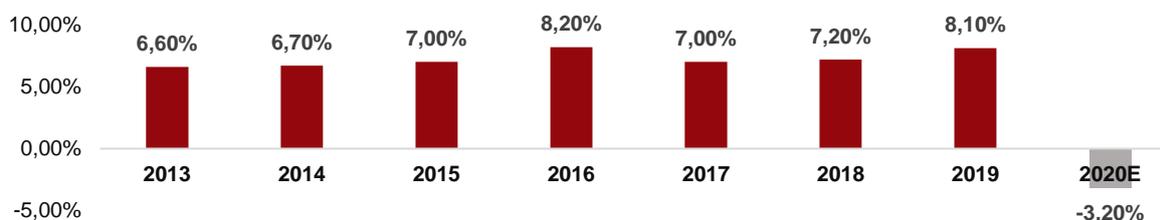
Par exemple, pour préserver leur trésorerie, les équipementiers ont réduit leurs achats de matières premières en puisant dans leur stock de produits finis et d'en-cours, une réduction d'environ 46% par rapport à la période 2013-2019.

Ainsi, pour pallier ce ralentissement de l'activité, plusieurs plans de sauvegarde ont été mis en place²⁸, à l'instar de FIGEAC AERO dont les effectifs sont passés, de 3 600 personnes à 2 500 en mai 2021²⁹.

Comme l'ensemble de l'industrie, les performances d'exploitation des équipementiers ont été impactées de façon significative malgré les réductions de coûts administratifs, opérationnels et le recours au chômage partiel. Ainsi, la marge d'EBE 2020 du secteur était négative d'environ 3%. Cette contraction de la performance financière s'explique par des charges difficilement ajustables (loyers, frais de maintenance, etc.) et de nouvelles charges liées à la crise sanitaire (frais de désinfection et équipements sanitaires).

Au-delà de la crise sanitaire, les équipementiers souffrent de problématiques structurelles, en effet, le tissu étant composé essentiellement de petites structures, cela conduit logiquement à des rapports de forces déséquilibrés avec les donneurs d'ordres (constructeurs) empêchant les sous-traitants de faire passer la hausse des cours des métaux dans le prix de vente. Ce phénomène a conduit à une série de défaillances d'entreprises et cela malgré les aides de l'Etat.

Figure 14 - Marge d'EBE des équipementiers aéronautiques (en% du chiffre d'affaires)



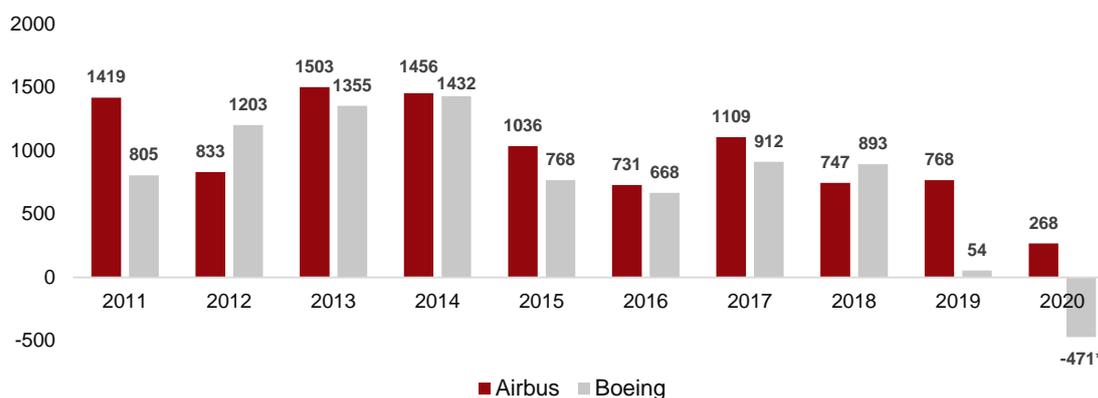
Source : XERFI (« Industrie aéronautique et spatiale, mai 2021 »), analyses FINEXSI.

²⁸ Selon la Direction de l'Animation de la Recherche, des Études et des Statistiques (DARES), 29 plans de sauvegarde ont été mis en place pour 52 établissements dans l'aéronautique.

²⁹ XERFI – La mécanique industrielle – Novembre 2021.

Ainsi, malgré les importants plans d'aides, 4% des emplois ont été supprimés selon le GIFAS³⁰, une baisse relativement limitée s'expliquant par le déploiement du chômage partiel. Les effets de la crise sanitaire ont touché de manière inégale les opérateurs de la filière. En effet, les effectifs des grands groupes ont été peu impactés (-2,7% en 2020) du fait de leur relative solidité financière et de la résilience de leurs activités de services contrairement aux PME et ETI qui ont subi de façon plus sévère cette crise.

Figure 15 - Prises de commandes annuelles d'avions AIRBUS et BOEING (en nombres de commandes)



* Il s'agit des prises de commandes nettes, BOEING a ainsi connu davantage d'annulations que des nouvelles commandes en 2020.

Sources : XERFI (« Industrie aéronautique et spatiale, mai 2021 »), analyses FINEXSI

Sur le plan du commerce extérieur, les exportations françaises d'avions ont chuté de 45% en 2020 non seulement en raison de la baisse des livraisons mais aussi de la diminution de la production mondiale ayant logiquement une incidence sur le besoin en pièces et équipements. En revanche, les exportations en Europe ont montré une certaine résilience, en particulier l'offre de pièces et d'équipements.

Malgré une reprise poussive, les commandes de pièces commencent doucement à s'intensifier. La récente reprise du trafic annonce une accélération prochaine des livraisons d'avions et des cadences de production. Par exemple, la fabrication de A320 va passer de 53 unités par mois en 2022 à 64 en 2023 (+23%)³¹, le retour du BOEING B 737 max devrait dynamiser aussi l'activité des acteurs de la *supply chain*.

Plus globalement, l'industrie aéronautique a entamé une véritable restructuration. Les constructeurs comme AIRBUS se recentrent sur leur activité stratégique, les ETI et PME de la *supply chain* font maintenant l'objet de rapprochement stratégique dans le but d'atteindre leur taille critique et devenir des champions nationaux. Des fonds d'investissement dédiés à ce secteur ont récemment émergé à l'image de ACE AERO PARTENAIRES créée par TIKEHAU ACE CAPITAL qui prévoit d'injecter 750 M€ dans la consolidation de l'industrie aéronautique, un programme ayant déjà débuté avec l'entrée au capital de FIGEAC AERO³².

³⁰ GROUPEMENT DES INDUSTRIES FRANÇAISES AERONAUTIQUES ET SPATIALES.

³¹ XERFI – La mécanique industrielle – Novembre 2021.

³² XERFI – La mécanique industrielle – Novembre 2021.

4. Analyse financière de FIGEAC AERO

Nous présentons ci-après le compte de résultat et la structure bilantielle du Groupe ainsi que l'évolution des principaux agrégats sous-jacents sur les exercices 2016 à 2021.

Nous rappelons que les comptes consolidés présentés ci-après ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes, à savoir les cabinets KPMG AUDIT, MAZARS, et FIDAUDIT, avec toutefois dans certains rapports, des observations sur des changements de méthodes comptables (2019 par exemple).

Dans un souci de comparabilité des exercices présentés, nous avons scindé l'analyse du compte de résultat du Groupe en deux parties afin de tenir compte de i) l'application de la norme IFRS 16, entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2019 et qui est appliquée par le Groupe à partir de l'exercice clôturant au 31 mars 2020, et de ii) l'impact de la crise de la Covid-19 qui s'est matérialisé dès ce même exercice.

Nous rappelons que FIGEAC AERO clôture son exercice social au 31 mars de chaque année.

4.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2016 - 2019 (avant IFRS 16)

L'évolution du compte de résultat de Figeac Aero sur la période 2016-2019 est résumée ci-après, étant rappelé que les exercices 2019/2020 et 2020/2021 font l'objet d'une analyse séparée :

Tableau 4 - Compte de résultat consolidé de la Société entre mars 2016 et mars 2019 (avant IFRS 16)

En K€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018*	31/03/2019
Chiffre d'affaires	252 344	324 732	370 705	427 956
<i>% croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,7 %</i>	<i>14,2 %</i>	<i>15,4 %</i>
Production stockée	29 866	34 252	5 750	10 776
Autres produits de l'activité	2 932	2 909	3 214	3 318
Achats consommés	(140 932)	(182 905)	(187 528)	(234 782)
Charges externes	(22 001)	(28 365)	(34 695)	(35 062)
Charges de personnel	(60 132)	(77 032)	(94 313)	(96 528)
Impôts et taxes	(3 246)	(4 504)	(6 337)	(5 969)
EBITDA	58 831	69 087	56 796	69 709
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>23,3 %</i>	<i>21,3 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>16,3 %</i>
Dotations aux amortissements et aux provisions	(20 661)	(26 063)	(30 613)	(36 871)
Résultat opérationnel courant	38 168	43 025	26 134	32 838
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>15,1 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>7,7 %</i>
Autres produits et charges opérationnelles	(1 545)	9 508	(2 730)	(2 398)
Quote-part de résultat net des SME	-	-	-	-
Résultat opérationnel	36 623	52 532	23 404	30 440
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>14,5 %</i>	<i>16,2 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>7,1 %</i>
Coût de l'endettement financier net	(3 008)	(4 192)	(6 132)	(9 733)
Gains et pertes de change	(16 163)	(22 802)	(6 085)	(2 729)
Gains et pertes latents sur instruments financiers	32 860	14 649	16 668	(4 824)
Autres produits et charges financières	(23)	(54)	(115)	(563)
Résultat avant impôts	50 289	40 133	27 740	12 591
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>19,9 %</i>	<i>12,4 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>2,9 %</i>
Impôts sur les bénéfices	(17 023)	(7 615)	(5 987)	(1 747)
Résultat net consolidé	33 266	32 518	21 753	10 844
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>13,2 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>2,5 %</i>
<i>Résultat net consolidé revenant au groupe</i>	<i>33 260</i>	<i>32 545</i>	<i>21 796</i>	<i>11 058</i>
<i>Résultat net des minoritaires</i>	<i>6</i>	<i>(26)</i>	<i>(43)</i>	<i>(214)</i>

Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

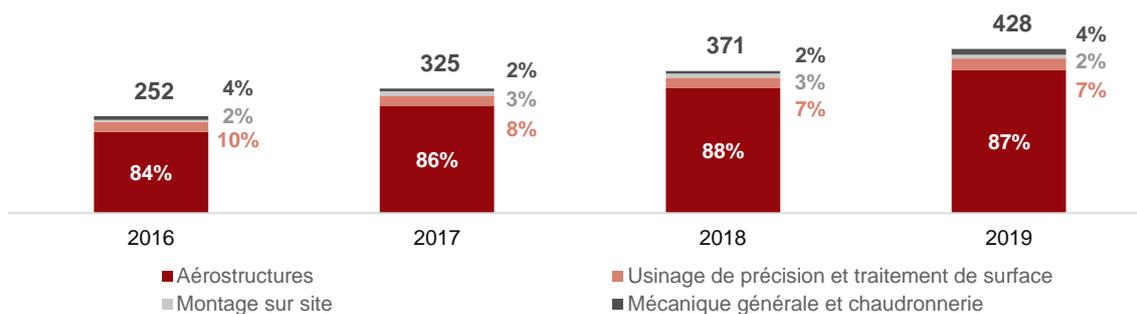
* Premier exercice d'application d'IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec le client » sur la reconnaissance du chiffre d'affaires issu de contrats clients

4.1.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Figeac Aero résulte essentiellement de la vente de pièces et sous-ensembles produits par le Groupe.

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires du Groupe entre 2016 et 2019 :

Figure 16 - Evolution du chiffre d'affaires (en M€) par activité (en % de chiffre d'affaires) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

Dans un environnement macroéconomique favorable, le chiffre d'affaires de FIGEAC AERO connaît une croissance annuelle moyenne à deux chiffres (+19,3%) sur la période 2016 - 2019. Cette performance est notamment à mettre en regard i) de gains de part de marché en Amérique du Nord et au Mexique³³, ii) de la hausse des cadences de certains programmes aéronautiques, (iii) de l'ouverture de plusieurs filiales en France et à l'étranger entre 2014 et 2016, ainsi que iv) de l'acquisition de SN AUVERGNE AERONAUTIQUE en novembre 2016 (chaudronnerie et tôlerie aéronautique, contribution au chiffre d'affaires du Groupe de 14,8 M€ sur l'exercice 2016/2017) ou encore du GROUPE TOFER en 2018 (usinage et traitement spéciaux dans l'aéronautique et le secteur pétrolier).

Bien que le Groupe soit présent sur les quatre continents (cf. Figure 8), les activités de FIGEAC AERO se concentrent principalement en France où le Groupe a réalisé entre 70% et 85% de son chiffre d'affaires sur la période 2016 - 2019.

Tandis que le chiffre d'affaires « France » de FIGEAC AERO a globalement bénéficié de dynamiques de marché favorables au sein du secteur aéronautique sur la période 2016 - 2019, son chiffre d'affaires « Export » a quant à lui souffert d'effets de change défavorables sur l'ensemble de la période. L'augmentation des volumes d'activité à l'étranger du Groupe et l'ouverture de nouvelles filiales aux Etats-Unis et au Mexique au cours de l'exercice 2018/19 ont toutefois permis de partiellement compenser ces effets défavorables.

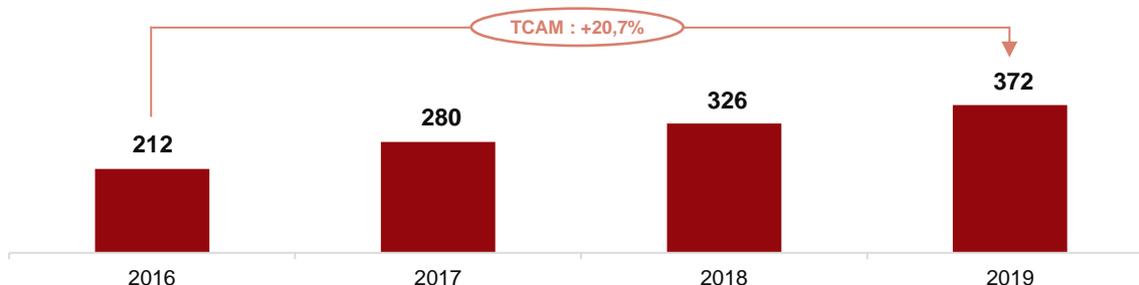
Nous présentons ci-après les évolutions du chiffre d'affaires de chacune des activités du Groupe.

³³ Ouverture de filiales opérationnelles à Wichita aux Etats-Unis et à Hermosillo au Mexique. Il est à noter que le Groupe a capté près de 200 M\$ de contrats, sur les 18 derniers mois précédant mars 2019.

4.1.1.1 Evolution du chiffre d'affaires « Aérostructures »

Principale activité du Groupe, l'activité « Aérostructures » est portée par FIGEAC AERO SA, société mère du Groupe.

Figure 17 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité "Aérostructures" (en M€) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

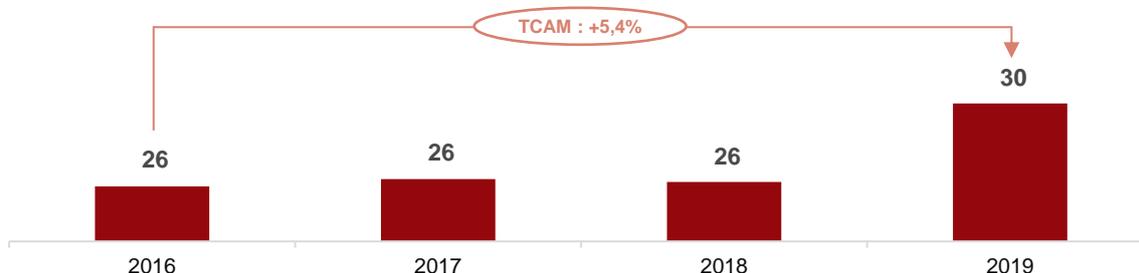
Entre 2016 et 2019, le chiffre d'affaires du segment est passé de 212 M€ à 372 M€, soit une croissance annuelle moyenne de près de 21% grâce notamment au chiffre d'affaires généré par les programmes AIRBUS, principal client du Groupe, et notamment le programme AIRBUS A350.

L'activité a en effet bénéficié d'un environnement économique favorable dont le Groupe a tiré profit au travers d'un certain nombre de développements stratégiques et commerciaux résumés ci-après :

- Sur l'exercice 2016/2017, FIGEAC AERO a i) fait l'acquisition du Groupe AUVERGNE AERONAUTIQUE qui a contribué au chiffre d'affaires de l'exercice à hauteur de près de 15 M€. Le Groupe a également conclu un contrat avec SPIRIT AEROSYSTEMS pour la production de pièces et sous-ensembles de programmes AIRBUS A350 XWB et BOEING B737, B747-8, B767 et B777. Plus gros contrat de l'histoire du Groupe à cette période, celui-ci prévoyait de s'étendre *a minima* jusqu'en 2019 ;
- Au cours de l'exercice 2017/2018, le Groupe a signé trois nouveaux contrats clients avec i) EMBRAER pour des pièces de programmes E2, i) AIRBUS pour des pièces sur son programme A320 NEO et iii) BOEING pour son programme 777X ; et
- Et sur l'exercice 2018/2019, le Groupe a notamment i) inauguré un nouveau site de production au Mexique et ii) conclu un contrat stratégique avec MITSUBISHI CANADA pour la production de pièces et sous-ensembles du programme business jet GLOBAL EXPRESS de BOMBARDIER.

4.1.1.2 Evolution du chiffre d'affaires « Usinage de précision et traitement de surface »

Figure 18 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité "Usinage de précision et traitement de surface" (en M€) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

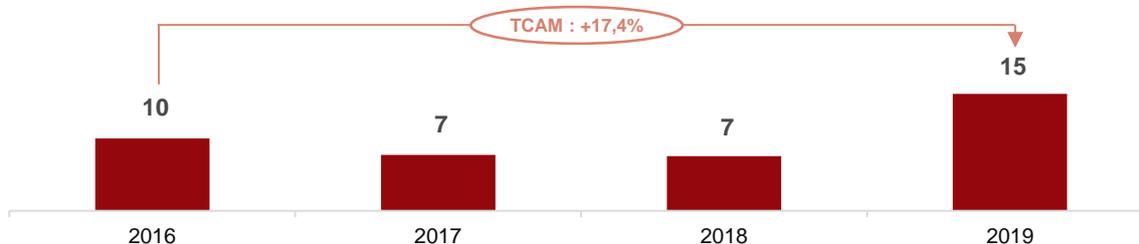
Deuxième activité la plus contributrice en termes de chiffre d'affaires (7% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 mars 2019), l'usinage de précision et le traitement de surface regroupent les opérations des filiales MECABRIVE et FIGEAC AERO NORTH AMERICA.

Le chiffre d'affaires du segment est resté stable à 26 M€ entre 2016 et 2018. En 2019, le chiffre d'affaires du segment augmente de plus de 16% à 30 M€. Tandis que MECABRIVE a continué de tirer profit de la conjoncture économique favorable au sein du secteur aéronautique, FIGEAC AERO NORTH AMERICA a bénéficié quant à lui de l'expansion des opérations du Groupe en Amérique du Nord, et ce en dépit d'une évolution de la parité €/€ toujours défavorable pour le Groupe. Aussi, le Groupe a ouvert sur l'exercice 2019 une filiale opérationnelle à Wichita aux Etats-Unis et a, comme évoqué ci-avant, également signé un contrat stratégique avec MITSUBISHI CANADA pour la production de pièces et sous-ensembles GLOBAL EXPRESS.

4.1.1.3 Evolution du chiffre d'affaires « Mécanique générale et chaudronnerie lourde »

L'activité de mécanique générale et de chaudronnerie lourde représentait 4% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 mars 2019 (cf. Figure 16).

Figure 19 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité "Mécanique générale et chaudronnerie lourde" (en M€) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



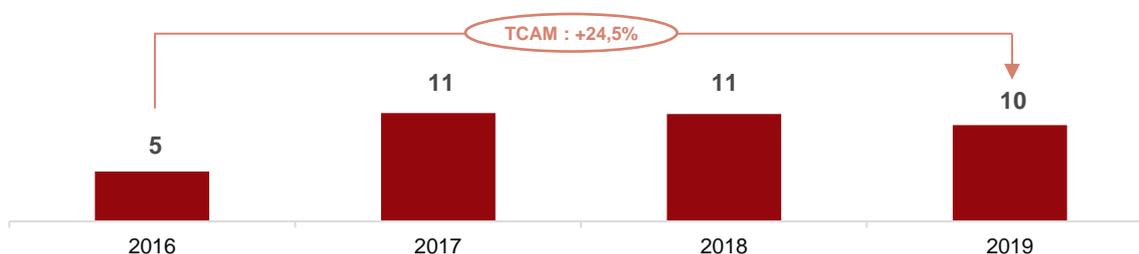
Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

Historiquement portée par la filiale MTI du Groupe, l'activité s'est diversifiée en 2018 avec l'acquisition du GROUPE TOFER spécialisé dans l'usinage et les traitements spéciaux comme indiqué ci-avant. Dès lors, après avoir enregistré une baisse au cours de l'exercice 2016/2017, le chiffre d'affaires du segment a doublé entre 2017 et 2019, passant de 7 M€ à 15 M€, grâce notamment au plein effet de l'acquisition.

4.1.1.4 Evolution du chiffre d'affaires « Montage sur site »

Enfin, la dernière activité du Groupe, plus marginale, représentait 2% du chiffre d'affaires au 31 mars 2019 (cf. Figure 16).

Figure 20 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité « Montage sur site » (en M€) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

Cette activité est gérée par les filiales FGA PICARDIE et FGA SAINT NAZAIRE.

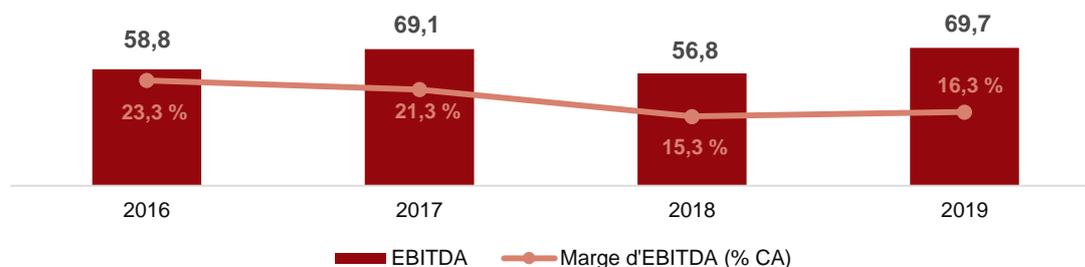
Au cours de l'exercice 2016/2017, le chiffre d'affaires du segment a plus que doublé, passant de 5 M€ à 11 M€. Cette augmentation s'explique par l'ouverture de la filiale FIGEAC SAINT NAZAIRE en juin 2016 afin de prendre en charge l'assemblage d'un tronçon d'AIRBUS A350 pour le compte du client SPIRIT AEROSYSTEMS.

Depuis 2018, le chiffre d'affaires est resté globalement stable.

4.1.2 Marge d'EBITDA

Contrairement au chiffre d'affaires qui a connu une croissance soutenue sur la période 2016 - 2019, la marge d'EBITDA extériorise une évolution plus hétérogène sur la même période, comme rappelée ci-après.

Figure 21 - Evolution de l'EBITDA (en M€) et de la marge d'EBITDA (en % du chiffre d'affaires) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

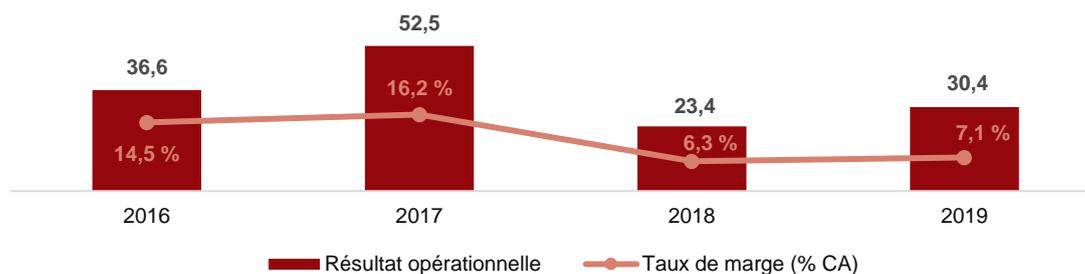
Nous présentons ci-après les principales variations sur la période 2016 - 2019 :

- Bien que l'EBITDA de FIGEAC AERO ait connu une hausse de près de 29% en valeur absolue dans un environnement de marché favorable en 2017, la marge d'EBITDA, quant à elle, a perdu 2 points sur cet exercice, en raison d'une augmentation des autres achats et charges externes représentant 65,1% du chiffre d'affaires (contre 64,6% un an plus tôt) ainsi que des impôts et taxes. Aussi, l'EBITDA a connu un impact défavorable de 1,9 M€ sur l'exercice au titre de la révision des marges à terminaison relatives à des contrats identifiés comme déficitaires à l'instar de ceux concernant les programmes AIRBUS A380 ;
- Par suite, bien que le chiffre d'affaires du Groupe soit en hausse de 14% sur l'exercice 2017/2018, son EBITDA s'est dégradé, passant de 69,1 M€ à 56,8 M€. Cette baisse s'explique notamment par i) l'impact d'un effet de change défavorable d'un montant de 9,9 M€ lié à un renforcement de la parité de l'Euro face au Dollar américain, ainsi que par ii) l'augmentation des impôts et taxes et des charges de personnel en lien avec l'acquisition du Groupe TOFER en mars 2018 (+70 salariés). La baisse de la production stockée (5,8 M€ contre 34,3 M€ sur l'exercice précédent) sous-tend également l'érosion de la marge d'EBITDA sur l'exercice, à 15,3% contre 21,3% un an plus tôt ;
- Enfin, l'EBITDA a augmenté de +22,8% sur l'exercice 2018/2019, passant de 56,8 M€ à 69,7 M€. La variation sur la période s'explique entre autres par i) la croissance du chiffre d'affaires du Groupe sur l'exercice (+15,4% par rapport à 2018) dans un contexte économique toujours favorable, ii) une augmentation de la production stockée (10,8 M€ en 2019, contre 5,8 M€ l'exercice précédent), ainsi que par iii) la baisse des frais de personnel en pourcentage du chiffre d'affaires (passant de 25,4% en 2018 à 22,6% du chiffre d'affaires 2019).

4.1.3 Résultat opérationnel

Dans la mesure où la proportion des dotations aux amortissements et aux provisions de FIGEAC AERO par rapport à son chiffre d'affaires est relativement stable sur la période 2016 - 2019 (en moyenne 8,3%), le résultat opérationnel courant du Groupe suit globalement les mêmes évolutions que celle de son EBITDA. L'évolution du résultat opérationnel de FIGEAC AERO et de la marge correspondante est résumée ci-après.

Figure 22 - Evolution du résultat opérationnel (en M€) et du taux de marge correspondant (en % du chiffre d'affaires) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

La marge opérationnelle a augmenté en 2017 (+1,7 point à 16,2% du chiffre d'affaires) en raison de l'enregistrement d'un produit opérationnel d'environ 11 M€³⁴. Par ailleurs, la hausse des autres charges opérationnelles sur les deux exercices suivants, notamment au titre d'une perte sur actif cédé au cours de l'exercice 2017/2018 (-2,7 M€), justifie la baisse de la marge jusqu'à 7,1%³⁵ du chiffre d'affaires sur le dernier exercice analysé.

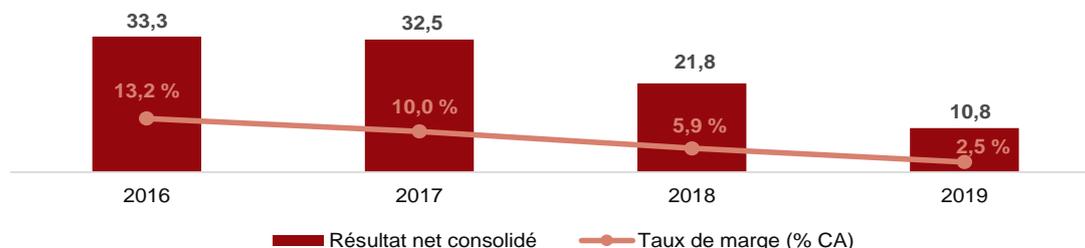
³⁴ Dont notamment un "badwill" généré suite à la mise à la juste valeur des actifs et passifs repris minoré de la contrepartie transférée (prix d'acquisition) lié à l'entrée de périmètre du groupe AUVERGNE AERO (9.860 k€).

³⁵ La Société a appliqué le règlement ANC 2015-05 relatif aux instruments financiers à terme et aux opérations de couverture à compter du 1er avril 2017. Ce reclassement des gains et pertes de changes liées à des opérations commerciales en devises en résultat opérationnel dans la même nature comptable que leurs sous-jacents a eu un impact négatif sur le résultat opérationnel 2018/2019 de 5,8 M€.

4.1.4 Résultat net

L'évolution du résultat net consolidé du Groupe et de la marge correspondante est résumée ci-après :

Figure 23 - Evolution du résultat net consolidé (en M€) et du taux de marge associé (en % du chiffre d'affaires) de FIGEAC AERO entre 2016 et 2019



Sources : Rapports annuels 2016 à 2019

Sur la période 2016 - 2019, le résultat net consolidé du Groupe a évolué graduellement à la baisse. Hormis l'augmentation progressive des charges financières qui triplent sur la période, passant de 3,1 M€ à 9,9 M€ au regard de l'augmentation sous-jacente de l'endettement de la Société, des pertes sur les instruments financiers dérivés justifient la baisse du résultat net en 2019 notamment, passant de 21,8 M€ à 10,8 M€.

4.2 Compte de résultat des deux derniers exercices clos et des premiers semestres 2020 et 2021 (après IFRS 16)

Nous présentons ci-après le compte de résultat de FIGEAC AERO au titre des exercices clos au 31 mars 2020 et 2021, ainsi que des semestres clos au 30 septembre 2020 et 2021.

Les comptes consolidés présentés ci-après ont fait l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes, à savoir les cabinets KPMG AUDIT, et MAZARS, avec toutefois :

- Pour l'exercice clôturant au 31 mars 2020 : des observations portant notamment sur (i) le non-respect à la clôture de l'exercice d'un ratio financier lié à un contrat d'emprunt, étant précisé qu'un *waiver* a été obtenu post clôture, ainsi que sur (ii) l'impact de la crise de la Covid-19 ; et
- Pour l'exercice clôturant au 31 mars 2021 : un paragraphe sur les « justifications des appréciations – points clés de l'audit » portant notamment sur la continuité d'exploitation de la Société. « Au cours de l'exercice 2020-2021, la pandémie de Covid-19 a eu un impact majeur sur le marché aéronautique. L'effondrement du trafic aérien mondial, provoqué par la crise sanitaire, a conduit les donneurs d'ordre du secteur à réviser à la baisse de manière très significative leurs cadences de livraison, notamment sur les programmes aéronautiques long courrier. En conséquence de la forte réduction de son activité, le Groupe a subi des pertes d'exploitation significatives qui ont conduit la Direction à mettre à jour les prévisions de trésorerie afin d'évaluer la capacité du Groupe à faire face à ses échéances de trésorerie sur un horizon glissant de 12 mois. Ces prévisions, alignées sur les prévisions d'activité du Groupe pour l'exercice à venir, ont par nature un caractère incertain [...] ».

Par ailleurs, les comptes consolidés semestriels au 30 septembre 2020 et au 30 septembre 2021, quant à eux, ont fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes. Leur rapport sur les comptes semestriels au 30 septembre 2020 attire l'attention du lecteur sur les « impacts de la crise Covid-19 » et celui sur les comptes semestriels au 30 septembre 2021, sur la « situation de liquidité du groupe et les négociations en cours avec ses partenaires financiers sur le réaménagement du profil de remboursement de ses dettes financières ». Comme évoqué précédemment, l'analyse du compte de résultat de FIGEAC AERO sur les exercices clos 2019/2020 et 2020/2021 et les semestres clôturant au 30 septembre 2020 et 2021 tient compte de l'application de la norme IFRS 16 :

Tableau 5 - Compte de résultat consolidé de FIGEAC AERO sur les deux derniers exercices clos et les premiers semestres 2020 et 2021

En K€	31/03/2020	31/03/2021	30/09/2020	30/09/2021
Chiffre d'affaires	446 714	204 649	94 412	119 903
% croissance	4,4 %	(54,2)%	n.a.	27,0 %
Production stockée	(1 044)	(24 134)	(16 973)	7 273
Autres produits de l'activité	2 601	2 123	1 588	1 182
Achats consommés	(238 091)	(86 340)	(40 012)	(68 512)
Charges externes	(36 269)	(21 936)	(9 455)	(10 754)
Charges de personnel	(104 251)	(69 080)	(35 396)	(36 808)
Impôts et taxes	(6 460)	(4 384)	(1 611)	(1 389)
EBITDA	63 200	898	(7 447)	10 895
% chiffre d'affaires	14,1 %	0,4 %	(7,9)%	9,1 %
Dotations aux amortissements et aux provisions	(48 954)	(46 849)	(23 771)	(25 940)
Résultat opérationnel courant	14 245	(45 951)	(31 218)	(15 045)
% chiffre d'affaires	3,2 %	(22,5)%	(33,1)%	(12,5)%
Autres produits et charges opérationnelles	(43 235)	(18 121)	(19 565)	(3 748)
Quote-part de résultat net des SME	(31)	(59)	(21)	(101)
Résultat opérationnel	(29 021)	(64 131)	(50 804)	(18 894)
% chiffre d'affaires	(6,5)%	(31,3)%	(53,8)%	(15,8)%
Coût de l'endettement financier net	(9 602)	(5 457)	(4 112)	(2 971)
Gains et pertes de change	(16 257)	(1 547)	(2 945)	678
Gains et pertes latents sur instruments financiers	1 348	11 888	11 822	(621)
Autres produits et charges financières	(22)	(26)	(25)	(16)
Résultat avant impôts	(53 554)	(59 273)	(46 064)	(21 824)
% chiffre d'affaires	(12,0)%	(29,0)%	(48,8)%	(18,2)%
Impôts sur les bénéfices	(1 955)	2 099	(5 029)	(123)
Résultat net consolidé	(55 509)	(57 174)	(51 093)	(21 947)
% chiffre d'affaires	(12,4)%	(27,9)%	(54,1)%	(18,3)%
Résultat net consolidé revenant au groupe	(55 465)	(57 145)	(51 079)	(21 919)
Résultat net des minoritaires	(42)	(29)	(14)	(28)

Sources : Rapports annuels 2020, 2021, rapports semestriels 2020 et 2021

4.2.1 Chiffre d'affaires

À partir de février 2020, la crise de la Covid-19 a eu un impact majeur sur le marché aéronautique. En effet, l'effondrement du trafic aérien mondial lié aux différentes mesures mondiales de restriction de déplacement a conduit les principaux donneurs d'ordre à revoir à la baisse leurs cadence de livraison, à l'instar des programmes AIRBUS A220, A320, A350 et A380, ou encore les BOEING 737 Max et 787.

Compte tenu de la date de clôture de la Société, la crise de la Covid-19 n'a que très peu impacté le chiffre d'affaires clôturant au 31 mars 2020, après la forte croissance annuelle observée entre 2016 et 2019 (+19%). Son impact a été en revanche pleinement constaté à partir de l'exercice clôturant au 31 mars 2021, le chiffre d'affaires passant de 447 M€ à 205 M€ (-54,2%).

Principale activité contributrice au chiffre d'affaires du Groupe (contribution moyenne de 86% sur la période 2016 - 2021), l'activité « Aérostructures » a fortement subi les effets de cette crise ; son chiffre d'affaires a chuté de 57,3% sur l'exercice 2020/2021, passant de 393 M€ à 168 M€. Comme évoqué précédemment, dans un contexte de crise du transport aérien, les avionneurs ont été contraints de diminuer drastiquement voire, dans certains cas, d'arrêter le développement de leurs programmes aéronautiques. Par exemple, en ce qui concerne les programmes AIRBUS, la Société a travaillé sur la production de 40 modèles A320, 5 modèles A350 et 2 modèles A330 en moyenne par mois au cours de l'exercice 2021 contre 60 modèles A320, 9,5 modèles A350 et 4 modèles A330 avant crise.

Cependant, les signes d'une reprise graduelle se font ressentir au premier semestre de l'exercice 2020/2021. Avec la reprise des commandes, notamment de la part d'AIRBUS qui aurait dépassé son objectif de 600 livraisons sur l'année, les activités ont évolué favorablement dans le secteur aéronautique sur ce semestre. Dans ce contexte, et bénéficiant de positions fortes sur les programmes séries d'avions commerciaux (A320, A350, LEAP 1A/1B et B787), FIGEAC AERO a publié en date du 28 décembre 2021 un chiffre d'affaires semestriel en hausse de 27% au 30 septembre 2021 par rapport à son exercice précédent, passant de 94 M€ à 120 M€. Cette croissance est notamment portée par l'activité « Aérostructures » dont le chiffre d'affaires est passé de 75 à 98 M€ sur la période, avec une contribution au chiffre d'affaires stable à près de 82% au 30 septembre 2021.

4.2.2 Marge d'EBITDA

Sur l'exercice 2020, l'EBITDA du Groupe enregistre une baisse de près de 10% par rapport au 31 mars 2019, passant de 69,7 M€³⁶ (soit une marge de 16,3%) à 63,2 M€ (soit une marge de 14,1%). Cette baisse s'explique en partie par le quasi-arrêt des activités du Groupe sur les deux dernières semaines du mois de mars 2020 à la suite de l'annonce d'un confinement total en France, ce qui s'est traduit par un impact d'environ -6 M€ sur l'EBITDA du Groupe. Cette évolution est également à mettre en regard de i) la baisse de la production stockée (-1,0 M€ contre 10,8 M€ sur l'exercice précédent) et de ii) l'augmentation des charges de personnel en proportion du chiffre d'affaires.

De la même manière que le chiffre d'affaires, l'EBITDA de FIGEAC AERO s'est fortement dégradé sur l'exercice 2020/2021, passant de 63,2 M€ à 0,9 M€. En effet, face à la division par deux du chiffre d'affaires (cf. ci-avant), le Groupe a déployé son plan ré organisationnel « Transformation 2021 » qui visait à adapter la structure des coûts fixes du Groupe au niveau d'activité observé.

³⁶ Il est à noter que cet EBITDA se retrouve augmenté de 2,3 M€ (charge de loyers location simple) en application de la norme IFRS 16, par rapport à l'EBITDA de l'exercice clôturant au 31 mars 2019.

Grâce au déploiement de ce plan, l'EBITDA du Groupe ressort à l'équilibre au 31 mars 2021 (0,9 M€), extériorisant une marge d'EBITDA de 0,4% du chiffre d'affaires. Après un premier semestre 2020/2021 affichant un EBITDA négatif de -7,4 M€, résultant notamment i) du ralentissement des cadences de production généralisé à l'ensemble des programmes sur lesquels intervient le Groupe, ainsi que de ii) la crise des BOEING B737 Max³⁷, le Groupe parvient à rebondir au second semestre de l'exercice avec un EBITDA de 8,3 M€. Au cours de ce second semestre, le Groupe a notamment bénéficié de la reprise progressive des activités dans le secteur aéronautique, ainsi que des premiers effets du plan de transformation initié en début d'exercice à l'instar de la rationalisation des effectifs du Groupe *via* le recours à des plans de sauvegarde de l'emploi.

Par ailleurs, les effets positifs du plan « Transformation 21 » se sont poursuivis sur le semestre clôturant au 30 septembre 2021, affichant un EBITDA de 10,9 M€ et une marge implicite de 9,1% du chiffre d'affaires. Nous rappelons qu'une enveloppe totale d'environ 30 M€ de coûts fixes devrait être réduite dans le cadre du plan « Transformation 2021 », étant précisé que tous les coûts de mise en œuvre du plan ont été engagés par la Société à date, et que celle-ci anticipe réaliser 85% de son objectif d'ici fin 2022 :

- 16,5 M€ au titre de réduction de charges de personnel au travers de la mise en place des plans de sauvegarde de l'emploi (PSE) déployés sur les sites de Figeac et de Méaulte comme indiqué ci-avant ;
- 5,4 M€ par le biais de l'internalisation de certaines productions et activités ;
- 4,0 M€ au titre de mesures de réorganisation des sites industriels du Groupe telles que la fusion des sites de FIGEAC AERO au Maroc ;
- 2,6 M€ issus de l'optimisation des matières premières ; et
- 1,4 M€ d'économies issus de la rationalisation des dépenses d'exploitation.

4.2.3 Résultat opérationnel

Entre 2020 et 2021, le résultat opérationnel de FIGEAC AERO est passé de -29,0 M€ à -64,1 M€. Malgré l'amélioration de l'EBITDA au 30 septembre 2021 qui s'établit à 10,9 M€, le résultat opérationnel du Groupe reste négatif (-18,9 M€), même s'il s'améliore par rapport à celui enregistré un an plus tôt à -50,8 M€. Cette augmentation s'explique principalement par i) l'amélioration de l'EBITDA (+18,3 M€) ainsi qu'à l'amélioration des autres produits opérationnels non courants grâce à des reprises aux provisions non courantes (2,9 M€ reprise sur coûts de restructurations (PSE), 4,5 M€ reprise sur dépréciation de projets, et 0,3 M€ reprise sur d'autres éléments), et la baisse des charges opérationnelles non courantes.

³⁷ Fait référence à l'immobilisation et aux suspensions de vol des flottes d'appareils 737 MAX à la suite de deux crashes survenus en octobre 2018 et mars 2019, révélant ainsi les dysfonctionnements sur le modèle.

4.2.4 Résultat net

Au-delà de l'hétérogénéité des performances opérationnelles de la Société, notamment dans le contexte de la crise, les éléments liés aux instruments de couverture de change et aux opérations non récurrentes, ainsi que les charges ou crédits d'impôts ont été des facteurs de distorsion du niveau du résultat net au cours des deux derniers exercices clos et des premiers semestres 2020 et 2021. Le résultat net de FIGEAC AERO est ainsi négatif depuis le 31 mars 2020 (-55,5 M€) et l'est toujours au 30 septembre 2021 (-21,9 M€).

4.3 Bilan consolidé sur la période 2016 - 2021

L'évolution du bilan de FIGEAC AERO sur la période entre le 31 mars 2016 et le 30 septembre 2021. Nous rappelons que dans la mesure où le Groupe clôture ses exercices sociaux au 31 mars de chaque année, le premier exercice d'application de la norme IFRS 16 a été celui clos au 31 mars 2020, la norme étant entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019.

Tableau 6 - Bilan consolidé de FIGEAC AERO entre le 31 mars 2016 et le 30 septembre 2021

En K€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021	30/09/2021
Immobilisations incorporelles	36 648	55 057	85 961	114 399	100 541	101 333	103 074
Immobilisations corporelles	115 632	184 358	204 543	216 711	151 985	132 310	124 866
Actifs financiers non courants	2 211	2 325	3 182	3 572	3 696	8 013	5 048
Droits d'utilisation (dont IFRS 16)	-	-	-	-	71 155	63 948	58 496
Participations dans les entreprises ass.	-	-	-	2 702	2 598	2 561	2 525
Instruments dérivés actifs non courants	-	-	-	-	-	3 076	1 876
Impôts différés actifs	1 069	494	8 750	14 792	20 372	7 013	8 929
Autres actifs non courants	2 744	-	15 079	2 326	-	-	-
Actif immobilisé	158 303	242 234	317 516	354 503	350 347	318 254	304 814
Stocks et en-cours de production	180 592	238 119	174 603	178 272	183 591	179 952	178 379
Coûts sur contrats	-	-	23 178	29 238	29 406	27 518	26 466
Créances clients et autres actifs	75 732	119 844	136 411	126 032	82 156	65 912	64 046
Trésorerie et équivalents de trésorerie	101 834	30 543	107 906	122 417	106 811	80 470	46 118
Actif circulant	358 158	388 506	442 098	455 959	401 964	353 852	315 009
Actif	516 461	630 739	759 615	810 462	752 311	672 106	619 823
Capitaux propres (part du groupe)	183 747	211 105	200 204	198 526	138 459	84 626	62 137
Participations ne donnant pas le contrôle	264	204	43	(203)	94	62	31
Total Capitaux propres	184 011	211 310	200 247	198 323	138 553	84 688	62 168
Provisions	7 305	9 446	8 187	7 245	6 597	14 412	11 084
Endettement financier brut*	198 442	238 475	374 973	404 050	397 808	421 409	394 142
Dettes de location simple (IFRS 16)	-	-	-	-	8 369	6 800	7 914
Instruments dérivés passifs non courants	35 617	28 582	12 040	17 211	17 458	3 139	2 825
Produits différés partie non courante	4 654	8 111	8 024	8 079	-	-	-
Autres passifs non courants	1 995	2 807	1 629	960	8 232	8 677	7 158
Fournisseurs et autres créditeurs	50 253	81 003	81 165	92 142	92 764	44 812	48 839
Passifs sur contrats	-	-	10 511	15 320	16 846	15 355	14 134
Passifs d'impôts exigibles	4 190	7 331	14 161	14 654	7 816	9 108	9 931
Autres passifs courants	19 427	26 066	34 030	36 691	35 785	56 271	52 526
Impôts différés passifs	10 569	17 607	14 649	15 789	22 083	7 435	9 102
Autres passifs	126 705	171 507	176 209	200 846	200 984	144 797	144 515
Passif	516 461	630 739	759 615	810 462	752 311	672 106	619 823

*En ce compris les emprunts location-financement, qui ont été reclassés par la Société en dettes de location à partir de l'exercice clôturant au 31 mars 2020.

Sources : Rapports annuels 2016 à 2021, rapport semestriel 2022

Nous présentons au sein des trois sections développées ci-après, l'évolution des trois principaux postes au bilan de FIGEAC AERO à savoir : l'actif immobilisé, le besoin en fonds de roulement et les dettes financières.

4.3.1 Actifs immobilisés

Les *immobilisations incorporelles* de FIGEAC AERO (103 M€ à fin septembre 2021) se composent principalement des frais de développement capitalisés au titre de projets « R&D » liés (i) à l'optimisation des process d'usinage du Groupe (aérostructures et moteurs) et (ii) au déploiement de nouveaux logiciels ERP.

Le Groupe assume des dépenses de R&D importantes. En 2020, les dépenses totales de R&D ont représenté 4,0% du chiffre d'affaires du Groupe contre 5,7% en 2019.

La baisse constatée à la clôture du 31 mars 2020 correspond notamment à une dépréciation de près de -24,6 M€, en lien avec le début d'épidémie de Covid-19 survenu en fin d'exercice.

Les **immobilisations corporelles** de FIGEAC AERO (124,8 M€ à fin septembre 2021) se composent principalement des constructions ainsi que des installations techniques, matériel et outillage du Groupe. On observe (i) une phase de croissance sur la période 2016-2019 (de 115,6 M€ à 216,7 M€) liée aux différentes opérations d'expansion du Groupe sur la période, et (ii) une phase de baisse sur la période 2019-2021 en lien avec le reclassement en droit d'utilisation dans le cadre de l'application de la norme IFRS 16³⁸ (62,1 M€ au 31 mars 2019) et une dépréciation nette de - 10,6 M€ à la suite des tests de dépréciations menées par le Groupe sur ses Unités Génératrices de Trésorerie (UGT).

Au 31 mars et au 30 septembre 2021, la mise à jour des hypothèses retenues dans le cadre des tests sur les UGT du Groupe n'a pas conduit à la constatation de nouvelles dépréciations.

4.3.2 Besoin en fonds de roulement

Nous présentons ci-après, l'évolution du BFR de FIGEAC AERO telle que celle-ci ressort de la communication financière du Groupe.

³⁸ Historiquement, le Groupe appliquait la norme IAS 17 à ses comptes : une partie de ses contrats de location-financements se caractérisaient ainsi par la reconnaissance d'actifs et de passifs au bilan du Groupe. Au passage à l'application de la norme IFRS 16, le Groupe a eu la possibilité de reclasser ces actifs et passifs en droit d'utilisation et dettes de location respectivement.

Tableau 7 - Besoin en fonds de roulement consolidé de FIGEAC AERO entre le 31 mars 2016 et le 30 septembre 2021

En K€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021	30/09/2021
Stocks et en-cours de production	180 592	238 119	174 603	178 272	183 591	179 952	178 379
Clients et comptes rattachés	60 431	90 708	95 565	85 150	50 937	36 327	35 532
Fournisseurs et autres créditeurs	(50 252)	(81 004)	(81 166)	(92 142)	(92 764)	(44 812)	(48 839)
BFR d'exploitation	190 771	247 823	189 002	171 280	141 764	171 467	165 072
Coûts sur contrats	-	-	23 178	29 238	29 406	27 518	26 466
Autres actifs courants	15 301	29 136	40 846	40 882	31 219	29 585	28 514
Produits différés partie non courante	(4 654)	(8 111)	(8 024)	(8 079)	-	-	-
Passifs sur contrats	-	-	(10 511)	(15 320)	(16 846)	(15 355)	(14 134)
Dettes fiscales	(4 190)	(7 331)	(14 161)	(14 654)	(7 816)	(9 108)	(9 931)
Autres passifs courants	(19 427)	(26 066)	(34 030)	(36 691)	(35 785)	(56 271)	(52 526)
BFR global	177 801	235 451	186 300	166 656	141 942	147 836	143 461
Variations des postes du BFR							
Stocks et en-cours de production	n/a	57 527	(63 516)	3 669	5 319	(3 639)	(1 573)
Clients et comptes rattachés	n/a	30 277	4 857	(10 415)	(34 213)	(14 610)	(795)
Fournisseurs	n/a	(30 752)	(162)	(10 976)	(622)	47 952	(4 027)
BFR d'exploitation	n/a	57 052	(58 821)	(17 722)	(29 516)	29 703	(6 395)
BFR global	n/a	57 650	(49 151)	(19 644)	(24 714)	5 894	(4 375)
Analyse des postes du BFR (en jours de CA)							
Stocks et en-cours de prod. (en jours de CA)	217,7j	223,0j	143,3j	126,7j	125,0j	267,5j	n/a
Clients et comptes rattachés (en jours de CA)	72,8j	85,0j	78,4j	60,5j	34,7j	54,0j	n/a
Fournisseurs et autres créd. (en jours d'achats)	112,6j	139,9j	133,3j	124,6j	123,4j	151,1j	n/a
BFR (en % de CA)	70,5 %	72,5 %	50,3 %	38,9 %	31,8 %	72,2 %	n/a

Sources : Rapports annuels 2016 à 2021, rapport semestriel 2022, analyses FINEXSI

Étant donné la prépondérance des stocks par rapport aux autres postes constituant l'actif circulant du Groupe, le BFR de FIGEAC AERO était positif entre mars 2016 et septembre 2021. Nous résumons ci-après les principales variations sur la période.

- Au 31 mars 2017, le BFR global du Groupe s'est dégradé à hauteur de +57,7 M€ par rapport à 2016, s'établissant à 235,5 M€. Cette dégradation est notamment due à l'augmentation des stocks sur l'exercice (+57,5 M€), engendrée notamment par l'acquisition du groupe AUVERGNE AERO qui a entraîné la reprise des stocks et encours des différents sites de cette société ;
- Entre le 31 mars 2017 et le 31 mars 2020, le BFR de FIGEAC AERO n'a cessé de s'améliorer, passant de 235,5 M€ à 141,9 M€ (-93,5 M€ en cumulé sur la période). Cette baisse est à mettre au regard :
 - De l'application de la norme IFRS 15³⁹ sur l'exercice 2017/2018, se traduisant notamment par un reclassement de 63,5 M€ du poste « stocks » au poste « coûts et passifs sur contrats » considéré comme du BFR hors exploitation ;
 - Du plan de réduction de BFR mis en place par le Groupe sur l'exercice suivant, entraînant notamment une revue des conditions de paiements de certains clients et se traduisant entre autres par une réduction des encours clients (-10,4 M€) ; ainsi que,
 - Des mesures de gestion strictes du BFR mises en place au début de la crise liée à la Covid-19 survenue en fin d'exercice 2019/2020.

³⁹ L'application de la norme IFRS 15 aux comptes du Groupe sur l'exercice 2017/2018 se traduira notamment par la fin de la comptabilisation des « contrats de construction » au sein des stocks, remplacés alors par les « coûts et passifs sur contrats » comme postes à part entière dans l'actif circulant du Groupe.

- Sur l'exercice 2020/2021, le Groupe a fait face aux pleins effets de la pandémie de Covid-19 (ralentissement de l'activité, crise du transport aérien, etc.). Dans ce contexte, le BFR de FIGEAC AERO est resté relativement stable en valeur (passant de 141,9 M€ au 31 mars 2020 à 147,8 M€ au 31 mars 2021), alors que le chiffre d'affaires a baissé de plus de 50% sur cet exercice. Cette situation s'explique notamment par la signature de contrats d'approvisionnement (« *conbid* ») ayant contraint la Société à passer des commandes fermes auprès de certains fournisseurs sans tenir compte des réels besoins et des cadences de production. Il en résulte un ratio de stocks sur chiffre d'affaires qui passe de 125 jours à environ 268 jours sur cet exercice ;
- Dans un contexte de reprise progressive des activités, le BFR du Groupe s'est ensuite légèrement amélioré au 30 septembre 2021, s'établissant à 143,5 M€ contre 147,8 M€ six mois plus tôt. Cette amélioration (-4,4 M€) s'explique notamment par l'augmentation des encours fournisseurs en hausse de +4,0 M€ par rapport au 31 mars 2021.

4.3.3 Structure financière

4.3.3.1 Evolution de la structure financière du Groupe sur la période 2016 - 2021

Tableau 8 - Evolution de l'endettement financier net de FIGEAC AERO entre le 31 mars 2016 et le 30 septembre 2021

En k€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021	30/09/2021
Emprunts obligataires (ORNANE)	-	-	100 000	93 080	95 010	87 762	85 935
Emprunts auprès des établissements de crédit	102 247	116 333	128 347	175 158	185 994	244 552	233 298
Emprunts location-financement	29 102	36 722	47 062	60 534	54 160	49 893	41 987
Avances remboursables	24 355	30 070	27 066	22 946	19 581	17 313	14 847
Concours bancaire	1 376	3 020	3 739	2 669	5 978	1 512	785
Intérêts courus non échus	-	-	-	1 270	1 310	1 403	1 366
Autres dettes financières	1 742	1 739	1 756	1 595	1 620	1 556	1 472
Affacturation	39 619	50 591	67 003	46 798	34 155	17 418	14 452
Endettement financier brut	198 441	238 475	374 973	404 050	397 808	421 409	394 142
Valeurs mobilières de placement	(5 637)	(12 293)	(18 023)	(115)	(100)	(100)	(170)
Disponibilités	(96 197)	(18 250)	(89 883)	(122 302)	(106 711)	(80 370)	(45 948)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(101 834)	(30 543)	(107 906)	(122 417)	(106 811)	(80 470)	(46 118)
Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16)	96 607	207 932	267 067	281 633	290 997	340 939	348 024
Dettes de location simple (IFRS 16)	-	-	-	-	8 369	6 800	7 914
Endettement financier net (inc. dettes de location simple IFRS 16)	96 607	207 932	267 067	281 633	299 366	347 739	355 938

Sources : Rapports annuels 2017 à 2021, rapport semestriel au 30 septembre 2021

L'endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16) de FIGEAC AERO a significativement augmenté sur les six derniers exercices clos, passant de 96,6 M€ au 31 mars 2016 à 340,9 M€ au 31 mars 2021. Nous résumons ci-après les principales variations :

- Au 31 mars 2017, la dette financière nette de FIGEAC AERO s'établit à 207,9 M€ contre 96,6 M€ un an plus tôt, compte tenu de i) la consommation de la trésorerie (-71,3 M€) pour financer les opérations de croissance externe du Groupe (AUVERGNE AERO notamment) et ii) et de l'augmentation des emprunts auprès des établissements de crédit (+14,1 M€) et de l'affacturation (+11,0 M€) en lien avec la hausse des créances clients ;

- À la clôture de l'exercice suivant, l'endettement financier net du Groupe s'établit à 267,1 M€, en hausse de +59,1 M€, au regard de i) l'émission d'ORNANE pour un nominal de 100 M€⁴⁰, de ii) l'augmentation des emprunts location-financement (+11,6 M€) dont une tranche a été octroyée par la BANQUE EUROPEENNE DE L'INVESTISSEMENT (BEI), ainsi que de iii) l'augmentation de l'affacturage (+16,4 M€) ;
- L'endettement financier net de FIGEAC AERO s'établit par ailleurs à 281,6 M€ au 31 mars 2019, en hausse de +14,6 M€. En effet, le Groupe a enregistré sur l'exercice une augmentation de 46,9 M€ de ses emprunts auprès des établissements de crédit avec notamment un prêt syndiqué conclu pour financer les besoins du Groupe après l'obtention de nouveaux contrats commerciaux, en plus de l'augmentation des emprunts de location-financement courant (+16,8 M€). Il est à noter que cette augmentation a été partiellement neutralisée par la baisse de l'affacturage (-20,2 M€) et l'augmentation de la trésorerie et équivalents de trésorerie (+14,5 M€) ;
- En raison notamment de la baisse des disponibilités et de l'application de la norme IFRS 16, la dette financière nette s'établit à 299,4 M€ au 31 mars 2020 (en ce compris 8,4 M€ de dettes de location simple) ;
- Par suite, la dette financière nette du Groupe a connu une nouvelle augmentation (+50,0 M€ à 340,9 M€ au 31 mars 2021 avant IFRS 16) en lien avec la mise en place d'un prêt « ATOUT » d'un montant de 14,8 M€ auprès de BPIFRANCE, ainsi que d'une enveloppe de PGE d'un montant de 79,3 M€, dans le contexte de la Covid-19 ;
- Enfin, l'endettement financier net du Groupe s'établit à 355,9 M€ au 30 septembre 2021, soit 348,0 M€ avant retraitement IFRS 16 des dettes de location simple (7,9 M€). Le *Gearing* comptable à ce stade est très élevé puisqu'il s'établit à environ 560%⁴¹.

4.3.4 Capitaux propres

Sur la période analysée, les capitaux part du Groupe ont atteint un maximum à fin mars 2017 de 211,7 M€ avant de diminuer constamment jusqu'à atteindre 62,1 M€ au 30 septembre 2021, étant rappelé que la capitalisation boursière était d'environ 184,4 M€ à cette date.

Le montant des capitaux propres par action FIGEAC AERO s'élevait à 1,98 €⁴² au 30 septembre 2021.

⁴⁰ Pour rappel, le Groupe a procédé le 18 octobre 2017 à l'émission de 3 888 025 ORNANE d'une valeur nominale de 25,72€, portant intérêt à 1,125%.

⁴¹ Endettement financier net / capitaux propres part du groupe au 30 septembre 2021 (348,0 M€ / 62,1 M€).

⁴² Sur la base du nombre d'actions retraité de l'autocontrôle au 26 avril 2022.

4.3.4.1 Analyse de la position financière du Groupe au 31 mars 2021

Le détail des principales composantes des emprunts bancaires du Groupe se présente comme suit au 31 mars 2021, dernier exercice clos de la Société :

Tableau 9 - Principales composantes des emprunts bancaires de FIGEAC AERO au 31 mars 2021

En k€	Entité emprunteuse	Valeur bilantielle
ORNANE	Figeac Aero	(87,8)
PGE FGA (Pool de banques)	Figeac Aero	(68,2)
PGE Arkea	SN AA	(5,0)
PGE MBI	MecaBrive	(2,5)
PGE MTI	MTI	(2,3)
Autres	Autres	(1,8)
PGE		(79,8)
Prêt syndiqué (CIC, BNP, HSBC & Arkea)	Figeac Aero	(76,6)
Bpifrance	Figeac Aero	(35,7)
BERD	Figeac Aero	(19,6)
Autres	Figeac Aero	(27,6)
Autres emprunts (FGA)	Figeac Aero	(159,6)
Autres emprunts (autres entités)	Autres	(5,5)
Total Emprunts - Groupe		(332,7)
Total avances (FGA)	Figeac Aero	(16,2)
Autres avances (autres entités)	Autres	(0,6)
Total Avances - Groupe		(16,9)
Emprunts bancaires au 31 mars 2021		(349,6)

Sources : Rapport financier annuel 2021, Société

Au 31 mars 2021, les emprunts bancaires⁴³ de FIGEAC AERO s'élevait à 349,6 M€, soit 94,1% de l'endettement financier brut présenté ci-avant. Il comprend les ORNANE du Groupe dont la valeur nominale est passée de 100 M€ à 87,8 M€, à la suite notamment du rachat d'ORNANE par la Société pour un montant nominal de 9,1 M€⁴⁴ avant le 31 mars 2021. Aussi, les emprunts bancaires sont constitués des avances remboursables⁴⁵ (environ 17 M€), et des emprunts contractés auprès des établissements de crédit (244,6 M€ - cf. Tableau 8) réparties principalement de la manière suivante :

- Des PGE contractés au cours de l'exercice 2020/2021 pour un montant nominal total d'environ 80 M€ assorti d'une option de remboursement sur 5 ans, assortie d'une franchise de remboursement sur le capital de 12 mois, dans le contexte de la Covid-19. Il est à noter que suite à la modification des textes, la franchise de remboursement sur le capital est passée à 24 mois (sur 4 ans) ;
- Un prêt syndiqué (76,6 M€) échelonné sur 6 ans, avec les banques CIC, BNP PARIBAS, HSBC et ARKEA sur l'exercice 2018/2019, permettant de financer les besoins relatifs à l'exécution de contrats commerciaux récemment acquis⁴⁶ ;
- Des emprunts contractés auprès de BPIFRANCE (35,7 M€) notamment le prêt « ATOUT » de 14,8 M€ contracté sur l'exercice 2020/2021 lorsque le Groupe faisait face aux effets défavorables de la crise sanitaire ;
- Un prêt contracté auprès de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD) dont trois tranches soumises à un « *covenant*⁴⁷ » bancaire ont été octroyées sur l'exercice 2019/2020 pour financer ses investissements au Maghreb.

Par ailleurs, en ce qui concerne les ORNANE du Groupe, nous rappelons que celles-ci sont admises aux négociations sur le marché libre de la Bourse de Francfort. Le cours de l'ORNANE est resté globalement stable depuis la date d'émission en octobre 2017 jusqu'en mars 2020, oscillant entre 23 € et 25 € par obligation, étant rappelé leur valeur nominale est de 25,72 €. Dès l'apparition de l'impact de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers, le cours de bourse de l'obligation a connu une baisse jusqu'à 22,24 € au 30 septembre 2021, soit une décote de 13,5% par rapport à la valeur nominale.

⁴³ Correspondent aux emprunts obligataires (ORNANE), aux emprunts auprès d'établissements de crédit, aux avances remboursables et aux autres dettes financières (cf. Tableau 8).

⁴⁴ Pour un rachat de 7,1 M€ annulant une valeur nominale d'ORNANE de 9,1 M€, permettant ainsi de comptabiliser une plus-value de 1,9 M€.

⁴⁵ FIGEAC AERO a bénéficié d'aides publiques du type « avances remboursables » (Etat, régions, etc.). Ces avances sont comptabilisées en dettes financières, dont les remboursements dépendent des livraisons effectuées.

⁴⁶ En effet, le Groupe a signé un contrat avec SPIRIT AEROSYSTEMS considéré à cette période comme le plus gros contrat de l'histoire du Groupe.

⁴⁷ L'EBITDA consolidé du Groupe ne doit pas être inférieur à -8 M€.

4.3.4.2 Flux de trésorerie sur la période 2016-2021

Tableau 10 - Tableau des flux de trésorerie consolidés de FIGEAC AERO entre le 31 mars 2016 et le 31 mars 2021

En k€	31/03/2016	31/03/2017	31/03/2018	31/03/2019	31/03/2020	31/03/2021	30/09/2021
Résultat net consolidé	33 266	32 545	21 752	10 871	(55 508)	(57 174)	(21 947)
QP des résultats des sociétés MEQ	-	-	-	(27)	(31)	-	-
Amortissements et provisions	21 130	22 535	35 502	41 084	92 992	62 261	25 910
(Plus)/moins values sur cessions d'actifs	-	-	-	-	392	2 462	5
Autres éléments sans incidence de trésorerie	(687)	238	2 742	649	-	-	-
Elimination des profits/pertes de réévaluation	(32 837)	(23 090)	(11 868)	6 695	(2 665)	(10 507)	1 644
CAF après coût de l'endettement et impôt	20 872	32 228	48 128	59 272	35 180	(2 958)	5 612
Charge d'impôt	15 851	7 276	4 962	(845)	1 787	(2 594)	(149)
Coût de l'endettement financier	2 841	3 325	4 257	5 510	6 336	4 597	2 195
CAF avant coût de l'endettement et impôt	39 564	42 829	57 347	63 937	43 303	(955)	7 658
Variation des stocks	(34 975)	(53 161)	(23 086)	(3 327)	(9 982)	4 295	1 741
Variation des clients et autres débiteurs	(6 749)	(25 139)	(7 393)	12 374	24 647	18 095	2 463
Variation des fournisseurs et autres créditeurs	3 029	25 634	8 448	12 651	7 877	(35 766)	(3 892)
Variation du BFR d'exploitation	(38 695)	(52 666)	(22 031)	21 698	22 542	(13 376)	312
Flux de trésorerie généré par l'activité	869	(9 837)	35 316	85 635	65 845	(14 331)	7 970
Acquisitions d'immobilisations	(59 267)	(87 180)	(75 137)	(81 774)	(66 723)	(29 877)	(13 973)
Cessions d'immobilisations	6 355	12 927	5 895	8 526	9 433	2 223	4 606
Variation des créances et dettes sur immobilisations	-	-	-	(2 640)	847	(1 736)	(186)
Incidences des variations de périmètre	-	(1 780)	(15)	-	-	-	-
Flux de trésorerie liés aux op. d'investissement	(52 912)	(76 033)	(69 257)	(75 888)	(56 443)	(29 390)	(9 553)
Augmentations de capital	85 079	131	6	-	-	-	-
Emissions d'emprunts et avances	53 902	43 625	132 305	110 153	41 556	93 592	6 892
Remboursements d'emprunts et avances	(27 524)	(38 475)	(45 044)	(64 805)	(50 268)	(46 330)	(22 512)
Remboursements des dettes locatives	-	-	-	-	(2 121)	(14 312)	(8 667)
Acquisitions ou cessions d'actions d'autocontrôle	-	-	-	(1 969)	1 302	115	(24)
Avances reçues sur commande (Aerotrader)	-	-	-	-	-	10 193	(2 620)
Autres dettes financières	-	-	11 435	(11 435)	-	-	-
Intérêts financiers versés	(2 841)	(3 325)	(4 257)	(5 510)	(6 336)	(4 597)	(2 195)
Flux de trésorerie liés aux op. de financement	108 616	1 956	94 445	26 434	(15 867)	38 661	(29 126)
Variation de trésorerie sur l'exercice	56 573	(83 914)	60 504	36 181	(6 465)	(5 060)	(30 709)
Trésorerie - Ouverture	4 327	60 838	(23 068)	37 165	72 951	66 792	61 540
Variation cours devises	(61)	9	(272)	(395)	306	(192)	50
Autres variations	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie - Clôture	60 838	(23 068)	37 165	72 951	66 792	61 540	30 881
Concours bancaires	1 376	3 020	3 739	2 669	5 978	1 512	785
Affacturage	39 619	50 591	67 003	46 798	34 155	17 418	14 452
Autres	-	-	-	-	(114)	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	101 834	30 543	107 906	122 418	106 811	80 470	46 118

Sources : Rapports annuels 2017 à 2021

Flux de trésorerie opérationnels

L'évolution des flux de trésorerie opérationnels de FIGEAC AERO sur la période 2016 - 2021 a été légèrement plus contrastée que celle de son niveau d'activité. Bien que le chiffre d'affaires ait été en progression de +28,7% sur l'exercice 2016/2017 par rapport à l'exercice précédent (+72,4 M€), les flux de trésorerie générés par l'activité ont quant à eux diminué de -10,7 M€, passant de +0,9 M€ à -9,8 M€. Les niveaux d'activité enregistrés sur l'exercice ont en effet augmenté de manière moins importante que le BFR du Groupe à la suite notamment de l'acquisition du groupe AUVERGNE AERO. Ces flux sont ensuite passés de -9,8 M€ à +85,6 M€ entre 2017 et 2019, avant de se dégrader, dans un contexte de crise, sur les deux exercices suivants, jusqu'à -14,3 M€ aux 31 mars 2021. Enfin, la Société présente un flux de trésorerie opérationnel positif d'environ 8,0 M€ à fin septembre 2021 grâce au rebond de l'activité dans le secteur aéronautique.

Flux de trésorerie d'investissement

FIGEAC AERO a investi sur toutes les périodes et notamment en 2017 et 2019 avec un montant de 87,2 M€ et 66,7 M€ représentant respectivement 26,8% et 19,1% du chiffre d'affaires (moyenne d'environ 20% sur les 6 derniers exercices clos). Ces niveaux d'intensité capitalistique sont notamment à mettre en regard du développement des différentes sociétés acquises sur la période. Pendant la période de la Covid-19, la Société a limité ses investissements afin de conserver ses liquidités pour faire face à ses besoins généraux. À ce titre, bien que la Société ait mis en place les plans « Transformation 21 » et « Road to 25 », les CAPEX ont été limités à 14,9% du chiffre d'affaires au 31 mars 2021 et à 14,6% du chiffre d'affaires au 30 septembre 2021.

Flux de trésorerie de financement

Bien que la dynamique des activités du Groupe ait été relativement favorable entre le 31 mars 2016 et le 31 mars 2020, les flux générés par les activités de FIGEAC AERO aurait difficilement pu couvrir les efforts d'investissements du Groupe sans recours à différents financements. À ce titre, au 31 mars 2016, les flux de trésorerie liés aux financements s'élèvent à 108,6 M€ grâce à une augmentation de capital d'un montant d'environ 86,2 M€ souscrite par plus de 90 investisseurs institutionnels. La Société a également pu bénéficier du produit de l'émission des ORNANE en 2017 et de la levée d'autres dettes bancaires sur la période comme indiqué ci-avant.

La Société a donc consommé de la trésorerie sur les deux derniers exercices clos et sur le premier semestre clôturant au 30 septembre 2021, dans le contexte de la crise de la Covid-19. Compte tenu du profil d'amortissement des dettes financières et notamment de l'échéance des ORNANE en octobre 2022, la Société serait à cette date en situation de cessation des paiements, en l'absence d'aménagement de sa structure financière.

4.4 Perspectives de la Société

Le 5 avril 2022, FIGEAC AERO a annoncé un certain nombre d'objectifs financiers en lien avec la mise en œuvre du plan opérationnel « Transformation 21 », du plan stratégique « Route 25 » et de la restructuration financière, ce qui permettrait au Groupe de revenir à un niveau d'activité d'avant crise d'ici 2024/2025, caractérisé notamment par⁴⁸ :

- Un chiffre d'affaires entre 265 M€ et 280 M€ sur l'exercice 2021/2022, et entre 400 M€ et 430 M€ sur l'exercice 2024/2025 ;
- Un EBITDA courant entre 28 M€ et 33 M€ et entre 67 M€ et 73 M€, respectivement sur les mêmes exercices ;
- Des niveaux de CAPEX s'établissant entre 22 M€ et 24 M€ au 31 mars 2022 (soit entre 8% et 9% du chiffre d'affaires) contre entre 27 M€ et 30 M€ au 31 mars 2025 (soit entre 6% et 7% du chiffre d'affaires sur cet exercice) ;
- Des *Free Cash Flows* entre 4 M€ et 7 M€, puis entre 20 M€ et 28 M€ respectivement aux mêmes dates ;
- Un endettement financier net passant de 356 M€ au 30 septembre 2021 à entre 345 M€ et 350 M€ (hors passifs financiers ne portant pas intérêts) au 31 mars 2022, puis entre 280 M€ et 300 M€ au 31 mars 2025.

⁴⁸ Source : communiqué de presse du 5 avril 2022.

4.5 Matrice SWOT

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

Figure 24 - Matrice SWOT de FIGEAC AERO



Source : analyses FINEXSI

5. Présentation de la Restructuration et de ses modalités

Malgré des atouts incontestables en termes de positionnement et de savoir-faire sur son marché, le groupe FIGEAC AERO doit s'adapter en temps réel dans un environnement en évolution rapide. Particulièrement affecté par les conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19, le Groupe souffre d'un niveau d'endettement élevé avec notamment son emprunt obligataire convertible (ORNANE) de maturité octobre 2022 qui peut remettre en cause la continuité de son exploitation en cas de non-réalisation du plan de Restructuration.

5.1 Rappel du contexte ayant conduit à la Restructuration

Comme nous l'avons vu, l'activité de FIGEAC AERO a été fortement impactée par l'arrêt de la production du BOEING 737 Max pendant l'année 2020 et par la crise de la Covid-19 à compter de mars 2020, ce qui s'est notamment traduit par une chute du chiffre d'affaires du Groupe de plus de 50% sur l'exercice clôturant au 31 mars 2021.

Dans ce contexte, la Société s'est rapidement mobilisée en mettant en place des premières mesures financières :

- Souscription d'un PGE de 79,3 M€ à l'été 2020 et d'un prêt ATOUT de 14,6 M€ auprès de BPIFRANCE en septembre 2020 ;
- Report des échéances de crédit-bail pour un montant de 12,6 M€ ;
- Obtentions de « *waivers* » de la part des créanciers au 31 mars 2021 et au 30 septembre 2021.

D'un point de vue organisationnel, le Groupe a également mis en place un plan d'amélioration de la structure de coûts fixes (« Plan Transformation 21 »), avec notamment la mise en œuvre de plans de sauvegarde de l'emploi (PSE) en décembre 2020 et janvier 2021, portant sur la suppression de 220 postes chez FIGEAC AERO et 21 postes chez FGA PICARDIE.

Malgré ces efforts et bien que l'EBITDA soit légèrement positif au 31 mars 2021 (898 k€), le résultat opérationnel courant est déficitaire à environ -46 M€ à cette même date. Il existe une impasse de trésorerie en octobre 2022 en raison de l'échéance des ORNANE d'un montant de 86 M€. Dans ce contexte, la Société s'est rapprochée de ses partenaires financiers afin de discuter d'un scénario alternatif de renforcement des fonds propres, de rééchelonnement des financements existants et d'obtention de nouvelles liquidités, dans le cadre d'un *mandat ad hoc* à compter de juillet 2021. Ainsi, la Société a annoncé, le 9 septembre 2021, la conclusion d'un accord structurant en vue de l'entrée de TIKEHAU ACE CAPITAL à son capital au travers d'une augmentation de capital réservée et soumise à la réalisation de certaines conditions suspensives, notamment le rééchelonnement des principaux financements bancaires et le réaménagement du profil de remboursement des ORNANE.

Les discussions ont ainsi été élargies avec d'autres partenaires financiers et notamment certains porteurs d'ORNANE et un accord sur l'aménagement de la structure financière a été annoncé le 5 avril 2022, lequel a été obtenu dans le cadre du mandat ad hoc et sous l'égide du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (CIRI).

Cet accord intervient après la publication le 28 décembre 2021 des résultats semestriels provisoires bien orientés dans le contexte de rebond du secteur aéronautique (EBITDA de 10,9 M€ contre -7,4 M€ un an plus tôt).

5.2 Présentation des motifs et des termes de la Restructuration

La Restructuration envisagée vise à permettre à la Société de disposer de moyens financiers nécessaires à son redéploiement à court et moyen terme ainsi que d'un profil d'amortissement de la dette, en ligne avec le rebond attendu. Celle-ci permettra au Groupe de se concentrer sur ses enjeux industriels et sur son développement créateur de valeur. Elle est structurée autour de trois piliers, i) une consolidation des fonds propres au regard de l'investissement de TIKEHAU ACE CAPITAL, ii) un accord avec les partenaires bancaires sur un rééchelonnement des financements existants et la mise en place de nouvelles ressources financières, ainsi iii) qu'un aménagement des termes des ORNANE en circulation.

Les différents termes de la Restructuration que nous décrivons ci-après sont les suivants :

- Une augmentation de capital d'un montant compris entre 53,5 M€ et 58,5 M€⁴⁹ entièrement souscrite par TIKEHAU ACE CAPITAL au prix de 5,60 € par action FIGEAC AERO ;
- Une cession comprise entre 803.572 actions et 1.696.429 actions FIGEAC AERO de Monsieur Jean-Claude MAILLARD au profit de TIKEHAU ACE CAPITAL au même prix de 5,60 € chacune, en fonction du montant de l'augmentation de capital effectivement réalisée ;
- Un reprofilage de la dette bancaire avec une nouvelle courbe d'amortissement des emprunts dont l'échéance était proche ;
- La mise en place de nouveaux financements ; et
- L'aménagement des termes des ORNANE.

5.2.1 Une augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL

Nous rappelons que la Société a annoncé en date du 9 septembre 2021, la signature d'un accord avec TIKEHAU ACE CAPITAL, filiale de TIKEHAU, en vue d'une prise de participation minoritaire au capital du Groupe, au travers notamment d'une augmentation de capital de 35 M€ lui étant réservée, en plus de la souscription à des obligations à émettre par la Société pour un montant de 10 M€, sur laquelle nous reviendrons ci-après.

Après négociations, les parties ont signé en date du 4 avril 2022, un avenant à l'accord datant du 9 septembre 2021 où TIKEHAU ACE CAPITAL s'engage désormais à souscrire à une augmentation de capital réservée d'un montant compris entre 53,5 M€ et 58,5 M€ (prime d'émission incluse), toujours au prix de 5,60 € par action, correspondant à l'émission d'un nombre maximum de 10.446.428 actions nouvelles.

⁴⁹ Le montant dépendra de l'amélioration de la trésorerie de la Société dans le cadre de sa stratégie de rationalisation de son outil industriel.

Le montant définitif de l'augmentation de capital pourra en effet être limité à 53,5 M€ (prime d'émission incluse), correspondant à l'émission d'un nombre minimum de 9.553.571 actions nouvelles au prix de 5,60 € par action, si et seulement si la situation de trésorerie du Groupe le permet.

La réalisation de ladite augmentation de capital sera soumise (i) à l'approbation par l'AMF d'un *prospectus* relatif à l'admission des actions nouvelles⁵⁰ à émettre par FIGEAC AERO au profit de TIKEHAU ACE CAPITAL, (ii) à la constatation par l'AMF qu'il n'y a pas lieu de déposer un projet d'offre publique obligatoire portant sur les actions FIGEAC AERO en raison de la mise en concert de TIKEHAU ACE CAPITAL avec Monsieur Jean-Claude MAILLARD et la société SC MAILLARD ET FILS, et (iii) au vote des actionnaires réunis lors d'une assemblée générale qui sera convoquée au plus tard le 31 mai 2022. Il est à noter que Monsieur Jean-Claude MAILLARD et la société SC MAILLARD ET FILS se sont d'ores et déjà engagés à voter favorablement à cette augmentation de capital.

Dans ce contexte, la composition du Conseil d'administration de la Société aura vocation à évoluer afin de tenir compte de la nouvelle structure actionnariale du Groupe, avec notamment (i) quatre administrateurs désignés sur proposition de Monsieur Jean Claude MAILLARD qui restera le Président Directeur Général de la Société, (ii) deux administrateurs désignés sur proposition de TIKEHAU ACE CAPITAL et (iii) deux administrateurs indépendants.

5.2.2 Une cession de titres FIGEAC AERO détenus par Monsieur Jean-Claude MAILLARD

Nous rappelons que le communiqué de presse datant du 9 septembre 2021 faisait également état de la cession de 3.750.000 actions FIGEAC AERO de Monsieur Jean Claude MAILLARD, actionnaire majoritaire de la Société, au profit de TIKEHAU ACE CAPITAL au même prix de 5,60 € par action, soit un montant total de 21 M€.

Afin que la Société bénéficie du plein effet de l'investissement de TIKEHAU ACE CAPITAL, Monsieur Jean Claude MAILLARD a quant à lui renoncé à la cession de l'essentiel des actions FIGEAC AERO qu'il devait céder à TIKEHAU ACE CAPITAL. Dès lors, la cession d'actions FIGEAC AERO de Monsieur Jean Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL porterait désormais sur 803 572 actions ou sur 1.696.429 actions FIGEAC AERO au même prix de 5,60 € par action (soit 4,5 M€ ou 9,5 M€), si l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL venait à s'établir à 58,5 M€ ou à 53,5 M€ respectivement.

Dans ce dernier cas, TIKEHAU ACE CAPITAL souscrirait à un nombre de 9.553.571 actions nouvelles dans le cadre de l'augmentation de capital qui lui serait réservée.

5.2.3 Un reprofilage de la dette bancaire

Dans le cadre des négociations avec ses créanciers financiers et compte tenu du niveau de l'endettement financier actuel, un accord est intervenu portant sur un nouveau profil de remboursement des emprunts bancaires, afin de l'adapter à la génération de trésorerie post crise de la Covid-19.

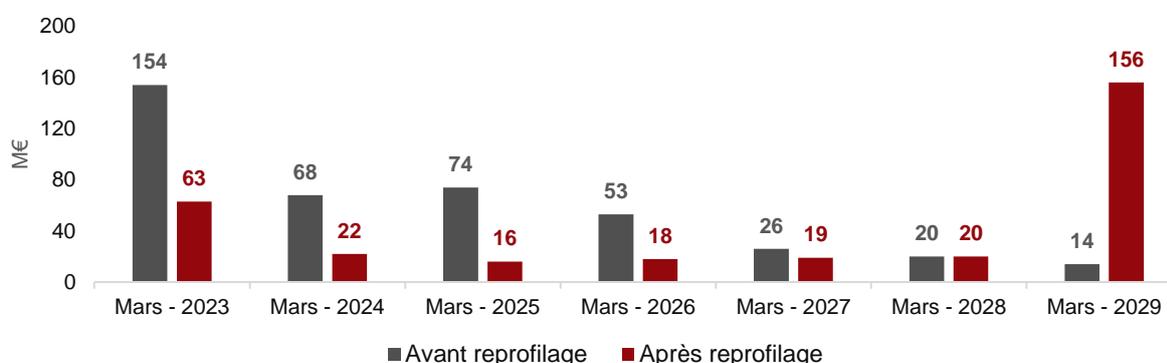
⁵⁰ Dans la mesure où elles représenteront plus de 20% du nombre d'actions existantes.

Il est à noter que la maturité de la totalité des emprunts bancaires, dont l'échéance était à court terme, a été renégociée à septembre 2028. Par ailleurs, la courbe d'amortissement de ces derniers a été modifiée afin de tenir compte de cette nouvelle maturité ainsi que de la nature particulière des financements concernés. Le coût de ces emprunts a été augmenté de 62,5 points de base à l'exception des PGE. Nous précisons que l'ensemble de la dette restructurée est soumis à des covenants financiers (leviers, trésorerie, etc.).

Concernant les autres emprunts bancaires dont la maturité est plus lointaine, comme notamment les emprunts hypothécaires, ces derniers n'ont pas fait l'objet de modification et conservent donc leur courbe d'amortissement et leur maturité initiale.

Nous présentons ci-après le profil d'amortissement de la dette bancaire brute avant et après reprofilage négocié.

Figure 25 - Profil amortissement de la dette bancaire brute avant /après reprofilage (hors nouvelles liquidités garanties) (en M€)



Source : Société

Il est à noter qu'un refinancement de 156 M€ est désormais envisagé à échéance mars 2029, en ce compris i) le remboursement des ORNANE réaménagés, ii) le solde du crédit syndiqué, iii) le solde du prêt BERD, iv) le PGE 2020, et v) le PGE 2022, étant précisé que la Société disposera à cette date de moyens financiers renforcés et d'une structure de bilan assainie.

5.2.4 La mise en place de nouveaux financements

Dans le cadre de la Restructuration, de nouveaux financements ont également été négociés comme indiqué ci-avant, en lien avec les échéances susmentionnées et la reprise progressive attendue de l'activité, avec notamment :

- Une ligne obligataire à émettre par la Société pour un montant de 10 M€ que TIKEHAU ACE CAPITAL s'est engagé à souscrire en complément de son investissement en capital. Ces obligations d'une maturité de 6 ans et 6 mois porteront intérêt au taux annuel de 12% capitalisé ;
- Une enveloppe de 66 M€ de PGE « AERO » (garantie par l'Etat à hauteur de 90%) octroyée par les banques, d'une maturité de 6 ans et amortie sur 4 ans après 2 ans de franchise, faisant état d'un taux d'intérêts en ligne avec la réglementation en vigueur ;
- Un financement sur stock d'un montant de 20 M€ (d'une maturité de 8 ans et amortissable à partir de la cinquième année, à un taux d'intérêts de 6,75%) en plus d'une ligne de financement de matériels industriels d'un montant de 12 M€⁵¹ (amortissable sur 5,5 ans, à un taux d'intérêts de 5,2%), ont été accordées ;
- Un renforcement de la politique de couverture de change pour un montant cumulé de 227 M€ à horizon mars 2025, afin de couvrir ce risque sur le dollar US, principale devise utilisée à la vente par la Société, qui n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Ces nouveaux financements, en plus du renforcement des fonds propres indiqué ci-avant, et de l'accord trouvé avec une majorité des porteurs d'ORNANE que nous décrivons ci-après, permettraient au Groupe de disposer de moyens financiers nécessaires à son redéploiement après la crise de la Covid-19 et de faire face à ses engagements financiers ainsi réaménagés à court et à moyen terme.

5.2.5 L'aménagement des termes des ORNANE

Nous rappelons que FIGEAC AERO a procédé en octobre 2017 à l'émission de 3.888.025 ORNANE d'une valeur nominale de 25,72 €, portant intérêt à un taux annuel de 1,125% payable semestriellement à terme échu les 18 avril et 18 octobre de chaque année et venant à échéance le 18 octobre 2022, par voie de placement auprès d'investisseurs institutionnels pour un montant nominal de 100 M€ (ci-après les « ORNANE 2022 »).

Les ORNANE 2022 donnent droit à l'attribution, soit i) d'une combinaison de numéraire et d'actions nouvelles et/ou existantes, soit ii) à l'attribution exclusive d'actions nouvelles et/ou existantes, à raison d'un ratio de conversion d'une action FIGEAC AERO pour une ORNANE 2022.

Au 30 septembre 2021, le solde des ORNANE s'établit à 85,9 M€ (cf. §4.3.3).

⁵¹ Nous comprenons que ce montant pourrait être ramené à 10 M€. L'impact n'est pas significatif pour nos travaux, nous avons conservé le montant de 12M€.

Nous rappelons qu'un accord entre la Société et la majorité des porteurs d'ORNANE 2022 (environ 60% de l'encours actuel) concernant les modifications des modalités des ORNANE 2022 a été négocié. À ce titre, ces porteurs ont pris l'engagement (i) de conserver leurs ORNANE 2022 jusqu'à la date de l'assemblée générale des porteurs d'ORNANE et (ii) de voter en faveur des modifications des modalités suivantes des ORNANE 2022 qui seront proposées au vote de l'assemblée générale des porteurs d'ORNANE :

- La Société propose un rachat partiel des ORNANE 2022 à un prix de 23,92 € par ORNANE 2022 (soit 93% de leur valeur nominale de 25,72 €), en ce compris le coupon couru jusqu'au 18 octobre 2022, avant de les annuler. Ce rachat partiel d'un montant nominal total de 20 M€ pour lequel un engagement a déjà été obtenu pour la majorité des porteurs d'ORNANE, sera possible grâce à une enveloppe de trésorerie de 18,6 M€⁵² correspondant à une partie du produit de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL.

Il est à noter que toutes les ORNANE 2022 rachetées par la Société le seront au même prix, y compris dans le cas où les demandes de rachat formulées par les porteurs d'ORNANE viendraient à être supérieures au montant de cette enveloppe.

- Pour le solde des ORNANE, les modalités suivantes ont été négociées (ci-après les « ORNANE 2028 ») :
 - Un report de l'échéance au 18 octobre 2028 (soit six années additionnelles) ;
 - Un nouveau coupon de 1,75% payable semi-annuellement, en augmentation de 62,5 points de base par rapport au coupon actuel, étant précisé qu'un mécanisme réversible d'ajustement du coupon à compter du 18 octobre 2024 en fonction de l'atteinte ou non d'un levier d'endettement supérieur à 4,5x (testé semestriellement), pourrait augmenter le coupon à 2,25% ;
 - Une hausse du ratio de conversion des ORNANE à raison de 3,4 actions FIGEAC AERO par ORNANE ;
 - Une clause de « reset » applicable le 18 octobre 2024 permettant d'augmenter le ratio de conversion de 20% au maximum si et seulement si le CMPV 3 mois du titre FIGEAC AERO précédant le 18 octobre 2024 est inférieur au CMPV 1 mois précédant le 18 février 2022 inclus (soit 6,60 €) ;
 - L'ouverture d'une période de remboursement anticipé à la main de FIGEAC AERO si le cours de bourse est supérieur à 130% du prix de conversion à compter du 18 octobre 2025 ;
 - La prise en compte de l'allongement de l'échéance sur la clause d'ajustement du ratio de conversion en cas de changement de contrôle ;
 - L'encadrement de la dette sécurisée par des actifs ;
 - La possibilité de transférer éventuellement la cotation des actions FIGEAC AERO sur EURONEXT GROWTH PARIS.

⁵² 20 M€ x 0,93 = 18,6 M€.

Compte tenu du nouveau ratio de conversion susmentionné, le prix implicite de conversion s'établirait à 7,56€⁵³ par action, ce qui donnerait lieu à l'émission de 9.030.774 actions nouvelles à l'échéance, représentant entre 17,6% et 17,9% du capital de la Société en fonction du montant de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL (entre 53,5 M€ et 58,5 M€ comme indiqué ci-avant).

Il est important de noter que l'entrée en vigueur des nouvelles modalités des ORNANE et la réalisation effective du rachat partiel des ORNANE 2022 sont conditionnées (i) à l'accord des actionnaires qui seront réunis en assemblée générale en date du 20 mai 2022, (ii) à la finalisation de la documentation relative à l'accord avec les partenaires bancaires, et (iii) à la réalisation de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL.

Ainsi, l'ensemble des opérations susmentionnées, *i.e.* i) le renforcement des fonds propres ii) l'accord avec les partenaires bancaires sur un rééchelonnement des financements existants et la mise en place de nouvelles ressources financières, ainsi iii) que le réaménagement des termes des ORNANE 2022, sont interdépendantes.

En synthèse, l'équilibre des principales opérations prévues dans le cadre de la Restructuration permettra à la Société d'obtenir de nouvelles liquidités pour financer son plan de transformation « Route 25 », ses besoins en fonds de roulement et ses besoins généraux.

Après avoir procédé à l'évaluation de la Société (partie 6), nous présentons l'impact de la Restructuration sur la structure financière de la Société (fonds propres, dette brute, trésorerie), ainsi que sur la situation des actionnaires et des porteurs d'ORNANE (dilution/restitution du capital, dilution/restitution en valeur) (partie 7). Enfin, nous analysons les accords connexes (partie 8).

⁵³ 25,72 € / 3,4 = 7,56 €.

6. Evaluation des actions du groupe FIGEAC AERO

6.1 Situation du groupe FIGEAC AERO en l'absence de Restructuration et incidence sur l'approche de valorisation

Dans le contexte de crise du secteur aéronautique et de dégradation du trafic aérien liée à la pandémie de la Covid-19, FIGEAC AERO a été particulièrement impacté. Son chiffre d'affaires a été divisé par deux au cours de l'exercice clos au 31 mars 2021 et son résultat opérationnel courant est ressorti en perte à hauteur de -46,0 M€.

À fin septembre 2021, les capitaux propres part du Groupe s'élèvent à 62,1 M€ pour un endettement financier net de 348,0 M€ soit un *Gearing* comptable particulièrement élevé de 560%.

À défaut de restructuration de la dette, la Société sera donc dans l'incapacité de rembourser les ORNANE venant à échéance en octobre 2022, et ce malgré un contexte de rebond du secteur aéronautique et un retour à une génération de trésorerie par l'activité opérationnelle au 30 septembre 2021 (+8,0 M€ - cf. §4.3.4.2). Dans ce scénario, en considérant la situation d'endettement financier de la Société et l'échéance des ORNANE, les actionnaires de FIGEAC AERO seraient placés dans une situation où ils pourraient perdre la totalité de leur investissement.

Dans l'hypothèse de l'absence de restructuration financière structurante, il conviendrait de simuler une évaluation du Groupe en valeur liquidative qui impliquerait de considérer des hypothèses de renégociations de dettes alternatives et/ou de détermination de valeurs liquidatives très hypothétiques dans le contexte actuel, ce qui apparaît théorique.

Dès lors, pour apprécier les conditions d'entrée du nouvel actionnaire, il nous apparaît pertinent de considérer une valorisation de la Société après Restructuration dans un scénario de continuité d'exploitation en tenant compte de la situation d'endettement financier après Restructuration et du nombre d'actions émis dans ce cadre. L'évaluation de la Société après prise en compte des modalités de la Restructuration permet d'apprécier, en fonction des résultats de nos travaux de valorisation, la situation de l'actionnaire actuel au regard de celle du nouvel actionnaire (cf. §7.3). Nous avons analysé par ailleurs la situation des porteurs d'ORNANE (§7.4).

Notre évaluation suppose donc que la Restructuration, telle qu'elle est définie par l'avenant à l'accord datant du 4 avril 2022, soit mise en place pour assurer la continuité de l'exploitation du Groupe sur la base de sa stratégie et de son périmètre actuel.

En complément, nous présentons ci-après l'analyse du cours de bourse de la Société ainsi que des objectifs de cours des analystes (à titre informatif) suivant le titre FIGEAC AERO avant la première annonce de la Restructuration (soit le 9 septembre 2021) et jusqu'à la veille de l'annonce de l'accord sur l'aménagement de la structure financière de la Société (soit le 4 avril 2022).

6.2 Références de valorisation avant Restructuration

6.2.1 Analyse du cours de bourse de FIGEAC AERO

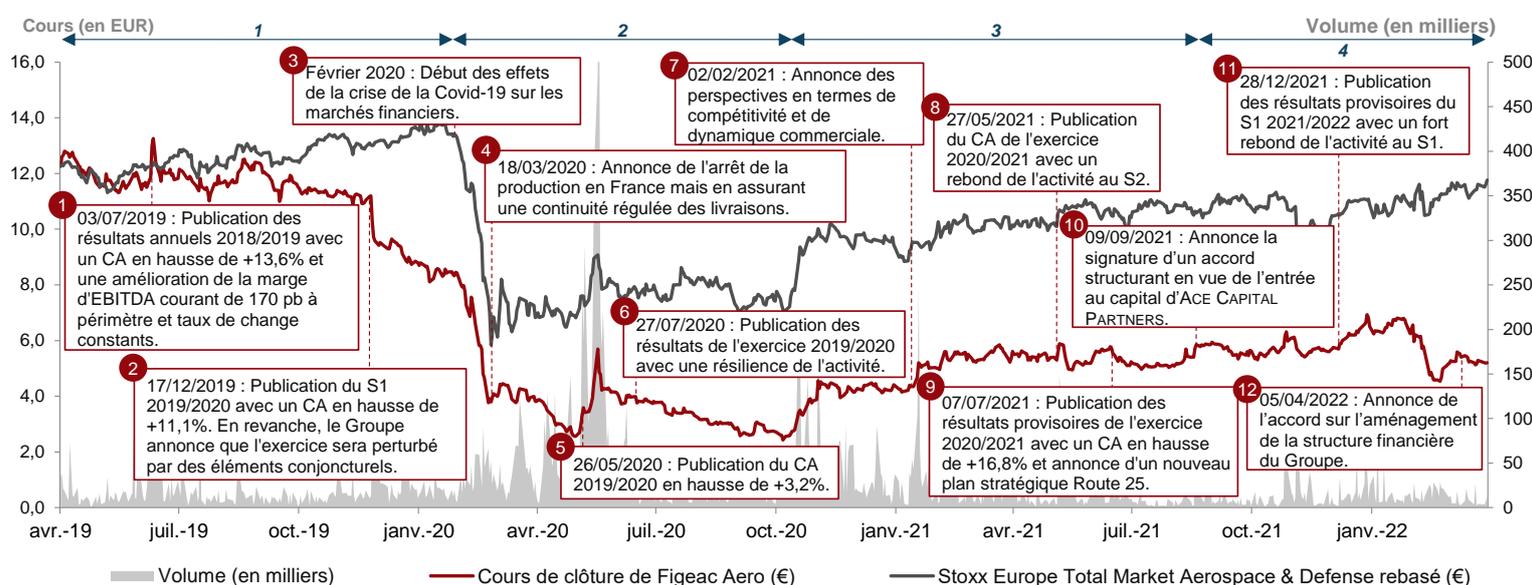
Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions FIGEAC AERO sont cotées sur le compartiment C du marché de Euronext Paris (Code ISIN FR0011665280).

6.2.1.1 Evolution du cours de bourse du titre FIGEAC AERO

Le cours de bourse de l'action FIGEAC AERO a évolué comme suit sur une période de trois ans jusqu'au 21 avril 2022 :

Figure 26 - Evolution du cours de l'action FIGEAC AERO sur trois ans depuis le 18 avril 2019



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Depuis la fin du mois d'avril 2019, la performance du titre FIGEAC AERO s'établit au 4 avril 2022 à -55,5% (avant annonce de l'accord sur l'aménagement de la structure financière), contre -5,4% pour le *Stox Europe Total Market Aerospace & Defense*. Sur cette période, le cours du titre FIGEAC AERO a évolué entre 2,43€ et 13,26€, atteints respectivement le 28 octobre 2020 et le 3 juillet 2019. Depuis l'annonce, à l'ouverture du marché, de l'accord sur l'aménagement de la structure financière du Groupe, le 5 avril 2022, le cours de bourse a oscillé entre 5,13€ et 5,44€.

Quatre phases d'évolution du cours sont à distinguer sur la période analysée. Une première s'étend de fin avril 2019 à la mi-mars 2020. Une deuxième s'établit entre mars 2020 et novembre 2020. Une troisième phase s'étend de novembre 2020 jusqu'à l'annonce de l'accord entre le Groupe et TIKEHAU ACE CAPITAL du 9 septembre 2021. Enfin une quatrième s'étend de début septembre 2021 à l'annonce de l'accord sur l'aménagement sur la structure financière du Groupe.

- i. Le cours de bourse de FIGEAC AERO a suivi une tendance baissière entre fin mars 2019 et la fin de l'exercice 2019/2020. Son évolution a été principalement rythmée par (i) la publication des résultats annuels 2018/2019 qui a eu un effet positif sur le cours (+11,8% sur deux séances), (ii) la publication des résultats du premier semestre de l'exercice 2019/2020 avec l'annonce de perturbations de l'exercice 2019/2020 liée à certains effets conjoncturels notamment dus à un contexte de marché de l'aérostructure difficile menant à des décalages ou des arrêts d'activité (-25,3% entre le 17 décembre 2019 et le 18 février 2020) et (iii) au début des effets liés à la crise sanitaire Covid-19 combinés à l'annonce de l'arrêt de la production en France de la Société le 18 mars 2020 (-54,4% sur 21 séances) ;
- ii. Le cours de bourse de FIGEAC AERO a ensuite connu une évolution contrastée entre le 19 mars 2020 et le 24 novembre 2020 (+15,9% sur cette période). Cette évolution est d'une part liée aux effets négatifs de fermetures partielles des sites de production de la Société en lien avec les mesures sanitaires décidées par les pays où opère le Groupe, et d'autre part aux effets positifs liés aux publications des résultats de la Société, aux mesures de déconfinement, aux perspectives de reprise économique dans le monde⁵⁴, ainsi qu'au développement de vaccins pour contrer la Covid-19 ;
- iii. Entre le 25 novembre 2020 et le 8 septembre 2021, veille de l'annonce de l'accord avec TIKEHAU ACE CAPITAL, le cours de la Société a suivi une tendance haussière (+26,2%) notamment liée à la reprise d'activité dans les pays où le Groupe est présent ainsi qu'à l'annonce des résultats annuels et semestriels de la Société ;
- iv. Entre le 9 septembre 2021 et le 4 avril 2022, le cours de bourse a continué son évolution favorable jusqu'à fin février 2022 où la guerre en Ukraine a eu un effet systémique négatif sur les marchés boursiers.

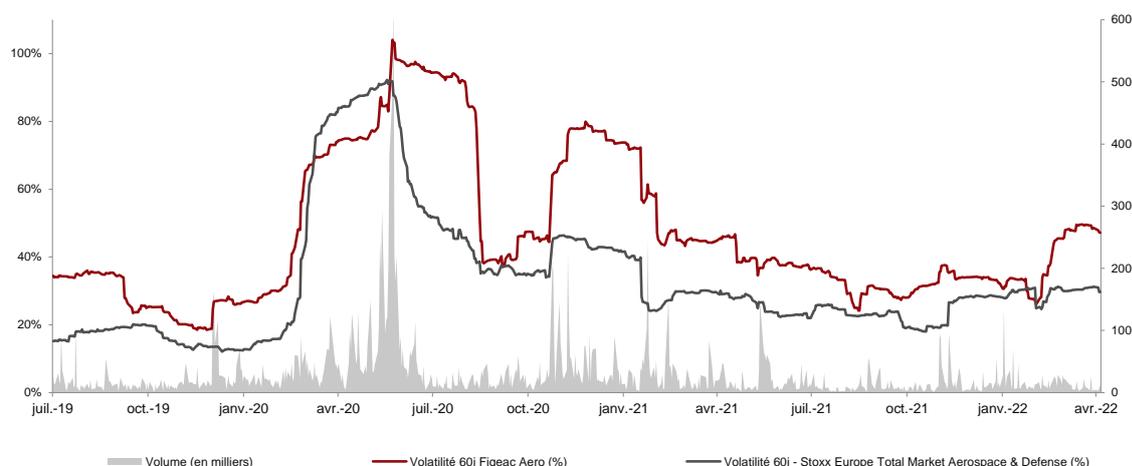
Depuis l'annonce de l'accord sur l'aménagement de la structure financière en date du 5 avril 2022 (avant bourse), le cours s'est stabilisé entre 5,20€ et 5,30€.

6.2.1.2 Analyse de la volatilité du titre FIGEAC AERO

La volatilité historique (60 jours) calculée sur les rentabilités quotidiennes du titre FIGEAC AERO sur les trois dernières années par rapport à l'indice STOXX EUROPE TOTAL MARKET AEROSPACE & DEFENSE⁵⁵, est présentée ci-après.

⁵⁴ Les Bourses européennes accélèrent, portées par les espoirs de redémarrage économique - LES ECHOS - 6 juin 2020.

⁵⁵ Indice regroupant les principales sociétés européennes présentes dans le secteur de l'aéronautique et de la défense.

Figure 27 - Analyse de la volatilité trois mois de l'action FIGEAC AERO par rapport au STOXX EUROPE TOTAL MARKET AEROSPACE & DEFENSE sur 3 ans

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Du mois de juillet 2019 au 4 avril 2022 en particulier, la volatilité du titre FIGEAC AERO (environ 47% en moyenne) apparaît globalement plus élevée que celle du STOXX EUROPE TOTAL MARKET AEROSPACE & DEFENSE (33% en moyenne).

Du 18 mars 2022 au 4 avril 2022, la volatilité 60 jours du titre FIGEAC AERO se situe en moyenne à 49% contre 30% pour celle du STOXX EUROPE TOTAL MARKET AEROSPACE & DEFENSE. Les niveaux de volatilité observés ces dernières années sur le titre FIGEAC AERO, sont le reflet du risque intrinsèque de la Société plus élevé que celui de son marché.

6.2.1.3 Analyse de la liquidité du titre FIGEAC AERO avant l'annonce de l'accord avec TIKEHAU ACE CAPITAL le 9 septembre 2021

Avant l'annonce de l'accord le 9 septembre 2021, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de vingt-quatre mois :

Tableau 11 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (cours de clôture)

CMPV	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix de souscription de 5,6€	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (8/9/2021)	5,40	+3,7 %	2,3	2	12	12	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CMPV 1 mois	5,29	+5,8 %	7,0	154	37	814	0,0 %	0,5 %	0,1 %	2,2 %
CMPV 60 jours	5,37	+4,3 %	11,0	651	59	3 497	0,0 %	2,1 %	0,2 %	9,2 %
CMPV 3 mois	5,36	+4,5 %	10,6	692	57	3 709	0,0 %	2,2 %	0,2 %	9,8 %
CMPV 6 mois	5,47	+2,3 %	16,6	2 148	91	11 751	0,1 %	6,8 %	0,2 %	30,3 %
CMPV 12 mois	4,51	+24,2 %	27,4	7 012	123	31 611	0,1 %	22,3 %	0,4 %	98,9 %
CMPV 24 mois	5,08	+10,2 %	34,1	17 442	173	88 596	0,1 %	55,5 %	0,5 %	245,6 %

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les douze derniers mois (antérieurs au 9 septembre 2021), le volume des actions FIGEAC AERO échangées est de 7,0 M d'actions (soit environ 27 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 22,3% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 98,9%.

Sur vingt-quatre mois d'observation, le volume d'actions échangées progresse à 17,4 M (soit environ 34 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 55,5% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 245,6%.

La liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux suffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence de valorisation pertinente, et il est donc retenu à titre principal.

Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce (le 8 septembre 2021), le prix de souscription extériorise une prime de +3,7%. L'analyse des cours moyens pondérés par les volumes sur les 24 derniers mois extériorise des primes comprises entre +2,3% et +24,2%.

6.2.1.4 Analyse de la liquidité du titre FIGEAC AERO avant annonce de l'accord sur l'aménagement de la structure financière du Groupe le 5 avril 2022

Nous présentons à titre d'information la même analyse au 4 avril 2022, veille de l'annonce de l'accord sur l'aménagement de la structure financière du Groupe :

Tableau 12 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes (cours de clôture)

CMPV	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix de souscription de 5,6€	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (4/4/2022)	5,46	+2,6 %	7,5	7	40	40	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %
CMPV 1 mois	4,97	+12,6 %	14,8	326	74	1 624	0,0 %	1,0 %	0,2 %	4,6 %
CMPV 60 jours	6,03	(7,1)%	17,8	1 069	107	6 447	0,1 %	3,4 %	0,3 %	15,1 %
CMPV 3 mois	6,04	(7,2)%	17,5	1 123	106	6 778	0,1 %	3,6 %	0,2 %	15,8 %
CMPV 6 mois	5,93	(5,5)%	15,4	1 996	91	11 833	0,0 %	6,4 %	0,2 %	28,1 %
CMPV 12 mois	5,72	(2,0)%	16,2	4 231	93	24 181	0,1 %	13,5 %	0,2 %	59,6 %
CMPV 24 mois	4,48	+25,1 %	32,0	16 463	143	73 672	0,1 %	52,4 %	0,5 %	233,4 %

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les douze derniers mois (antérieurs au 5 avril 2022), le volume des actions FIGEAC AERO échangées est de 4,2 M d'actions (soit environ 16 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 13,5% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 59,6%.

Sur vingt-quatre mois d'observation, le volume d'actions échangées progresse à 16,5 M (soit environ 32 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 52,4% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 233,4%.

Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce (le 5 avril 2022), le prix de souscription extériorise une prime de +2,6% (et de +12,6% par rapport au CMPV 1 mois). Le prix de souscription présente en revanche une décote comprise entre -2,0% et -7,1% sur les CMPV 12 mois et 60 jours, soit un niveau inférieur à -10%.

6.2.2 Transaction sur le capital

Il est à noter que la cession d'actions FIGEAC AERO par Monsieur Jean Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL se ferait dans toutes les hypothèses à un prix de 5,60€ par action, égal au prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL.

Cette transaction nous semble devoir être retenue comme une référence de valorisation pertinente avant Restructuration dans la mesure où celle-ci représente un bloc compris entre 2,5% et 5,3% du capital de la Société, suivant le montant de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL.

6.2.3 Analyse des objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Cette référence consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours des analystes qui couvrent la valeur. FIGEAC AERO fait l'objet d'un suivi limité par trois analystes financiers (GILBERT DUPONT, MIDCAP PARTNERS (LCM), et ODDO BHF). Un quatrième analyste (CM-CIC SECURITIES) a par ailleurs récemment cessé de suivre le titre FIGEAC AERO.

Aussi, les analystes financiers qui suivent le titre FIGEAC AERO communiquent de façon plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et celles retenues pour leurs travaux d'évaluation. Pour ces raisons, l'analyse des objectifs de cours des analystes est présentée à titre informatif.

Nous avons fondé notre analyse sur les objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre FIGEAC AERO publiés avant l'annonce des premières modalités de la Restructuration.

Les dernières publications identifiées des analystes qui suivent le titre FIGEAC AERO antérieures à la première annonce de la Société le 9 septembre 2021, date de l'annonce de la signature d'un accord engageant avec TIKEHAU ACE CAPITAL, sont présentées ci-après :

Tableau 13 - Analyse des objectifs de cours des analystes avant la première annonce de la Société

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
25/06/2021	Gilbert Dupont	7,9 €	Achat
28/05/2021	Midcap Partners	6,5 €	Achat
09/07/2021	ODDO BHF	6,4 €	Neutre
Min		6,4 €	
Moyenne		6,9 €	
Médiane		6,5 €	
Max		7,9 €	

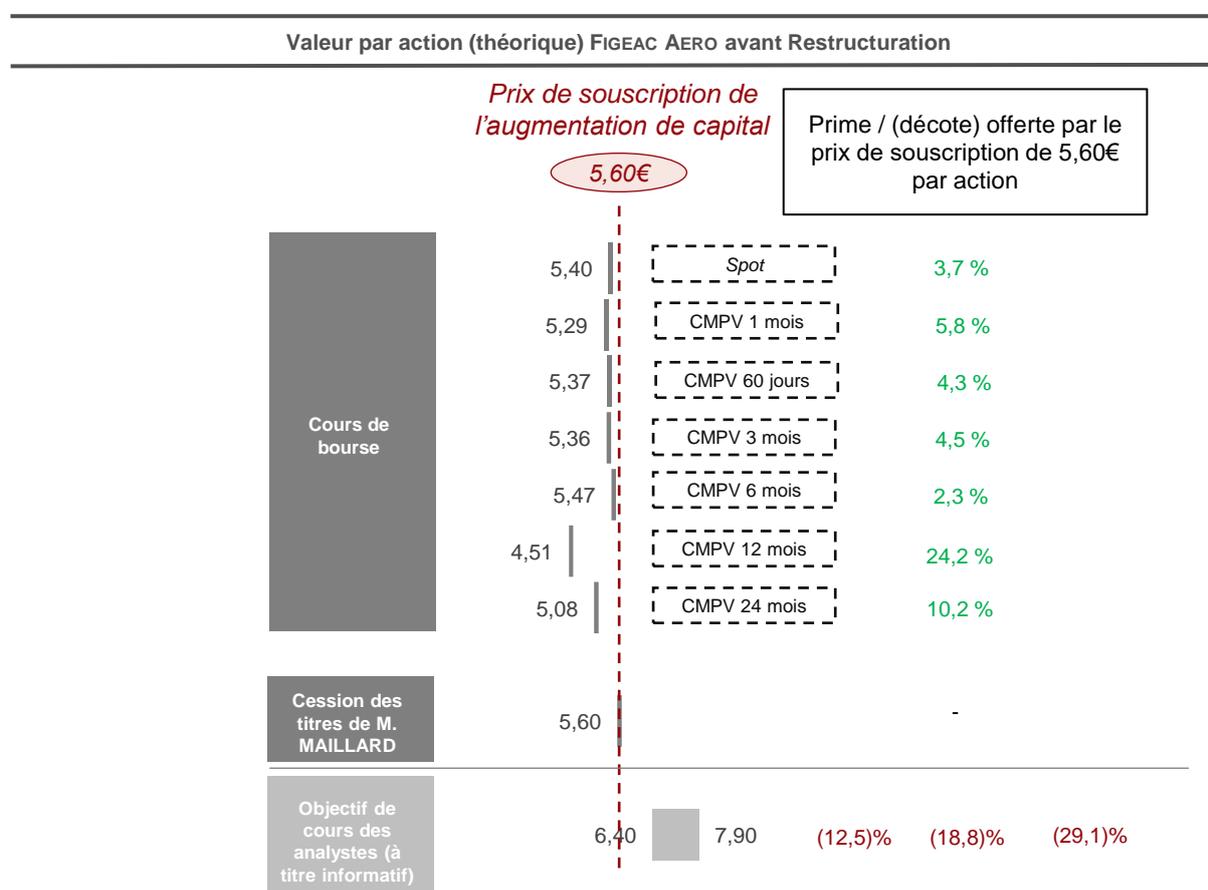
Sources : CAPITAL IQ

Les objectifs de cours s'établissent ainsi dans une fourchette large entre 6,4 € et 7,9 € avec une valeur moyenne de 6,9 € par action FIGEAC AERO. Le consensus est dans l'ensemble plutôt à « l'achat » ou « neutre ». Nous relevons que les appréciations des commissaires aux comptes sur la continuité d'exploitation (cf. rapport annuel du 31 mars 2021) en lien notamment avec l'échéance des ORNANE 2022 semblent déjà intégrées par les analystes. Pour ces raisons, les objectifs de cours présentés ci-avant supposent déjà la nécessaire Restructuration.

6.2.4 Synthèse

Le graphique ci-après résume les fourchettes de valeur par action FIGEAC AERO avant Restructuration :

Figure 28 - Synthèse des valeurs par action FIGEAC AERO avant Restructuration



Source : analyses FINEXSI

Nous rappelons que ces valeurs restent théoriques dans la mesure où la Société serait dans l'incapacité de faire face à ses échéances à court terme comme indiqué ci-avant (cf. §6.1).

Comme nous l'avons vu, les capitaux propres consolidés (part du Groupe) au 30 septembre 2021 s'établissent à 62,1 M€, soit 1,98€ par action FIGEAC AERO.

En synthèse, il ressort que le prix de souscription à l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, soit 5,60€ par action FIGEAC AERO correspond au prix de cession des titres par Monsieur Jean Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL, et est supérieur de +2,3% à +24,2% aux différentes références boursières avant la première annonce de la Société.

6.3 Références et méthodes d'évaluation écartées après Restructuration

Comme indiqué ci-avant, notre évaluation suppose que la Restructuration soit effective pour assurer la continuité de l'exploitation du Groupe. Les méthodes que nous avons écartées sont les suivantes.

6.3.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur éléments d'actifs. Le dernier montant d'ANC consolidé disponible est celui au 30 septembre 2021 qui n'intègre pas, par définition, les effets de la Restructuration, lesquels sont analysés au §7.1.1 ci-après.

6.3.2 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 et les acquisitions et cessions de tels actifs constituent le processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la Société.

Au cas d'espèce, FIGEAC AERO détient des sociétés immobilières qui sont majoritairement des structures de financement immobilier refacturant la totalité de leurs charges aux entités opérationnelles du Groupe. Ces actifs immobiliers n'ont pas une valeur de marché nettement supérieure à celle tirée de leur exploitation dans un fonctionnement de Groupe intégré. Par ailleurs, la valeur des autres actifs d'exploitation (y compris incorporels) est captée dans les prévisions de flux de trésorerie retenues dans la méthode du DCF mise en œuvre ci-après.

Dans ce contexte, cette approche n'a pas été mise en œuvre.

6.3.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

La Société n'ayant pas procédé à des distributions de dividendes au cours des 5 derniers exercices, et n'ayant pas non plus annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

6.3.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans le contexte de la restructuration de l'endettement de la Société, qui vise justement au maintien de ses activités en continuité d'exploitation.

6.3.5 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Il n'existe pas à notre connaissance de transaction significative récente sur le capital de la Société, autres que celles prévues dans le cadre de la Restructuration.

6.3.6 Analyse du cours de bourse

Nous rappelons que nous avons présenté ci-avant, l'évolution du cours de bourse avant annonce des modalités de la Restructuration. Dans la mesure où nous ne pouvons pas présager de l'évolution future du cours de bourse après mise en œuvre de l'ensemble des opérations prévues dans le cadre de la Restructuration, nous n'avons pas retenu cette référence boursière.

6.3.7 Analyse des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations d'achat 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.

Des différences entre les sociétés cibles et FIGEAC AERO en termes de rentabilité, de taille, et de mix produits, créent des distorsions au sein de l'échantillon limitant ainsi la pertinence de la méthode. Par ailleurs, il convient de noter que les multiples des transactions majoritaires extériorisés ci-après peuvent également inclure une prime de contrôle ainsi que la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la présente Restructuration

dans la mesure où, d'une part, il n'y a pas de changement de contrôle, et d'autre part, aucune synergie n'est attendue.

Il est à noter également que le multiple moyen extériorisé aurait été appliqué aux agrégats historiques correspondants sur les deux derniers exercices clos. L'exercice clôturant au 31 mars 2021 est fortement impacté de la crise de la Covid-19 et n'est pas représentatif d'un niveau d'activité normal. Aussi, l'exercice clôturant un an plus tôt au 31 mars 2020 est peu impacté de la crise de la Covid-19 et de surcroît, ne reflète pas la dégradation des fondamentaux qu'a connue la Société sur ces deux dernières années. Pour ces raisons, en plus de la faible comparabilité des transactions, cette méthode n'a pas été retenue. De plus, la prise en compte d'agrégats historiques ne nous semble pas cohérente dans la perspective de la Restructuration qui aurait un impact postérieur sur la Société.

6.4 Références et méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après Restructuration

Nous avons mis en œuvre une approche multicritères après Restructuration qui comprend les méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« *Discounted Cash Flows* » ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2022E-2025E du management qui a fait l'objet d'une revue par un cabinet tiers en date du 7 février 2022 (à titre principal) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (à titre secondaire) ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre FIGEAC AERO (à titre informatif).

6.5 Données de référence pour l'évaluation de FIGEAC AERO

6.5.1 Nombre d'actions retenu

Comme indiqué ci-avant, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions après Restructuration.

Tableau 14 - Nombre d'actions retenu après Restructuration

Nombre d'actions	26/04/2022
Nombre d'actions composant le capital social	31 839 473
Retraitement de l'autocontrôle	(562 608)
Prise en compte des instruments dilutifs	-
Nombre d'actions dilué avant Restructuration	31 276 865
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	9 553 571
Nombre d'actions dilué après Restructuration	40 830 436

Sources : Société et analyses FINEXSI

Au 26 avril 2022, 31 839 473 actions composent le capital social de FIGEAC AERO duquel nous retraitons les actions auto détenues par le Groupe à cette même date (562 608 actions).

Compte tenu des différentes étapes de la Restructuration présentées ci-avant (cf. §5.2.1), 9 553 571 actions seront émises dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, selon l'hypothèse d'une augmentation de capital de FIGEAC AERO de 53,5 M€.

Les ORNANE 2028 ont été retenues en composante dettes (soit l'hypothèse d'un remboursement en numéraire à 100% par rapport à un remboursement en actions).

Dès lors, compte tenu du nombre d'actions retenu avant Restructuration, le nombre d'actions s'établit à 40 830 436 actions après Restructuration.

6.5.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Comme indiqué ci-avant, nous avons mis en œuvre une évaluation sur la base de la situation de la Société après Restructuration. Nous présentons toutefois ci-après à titre informatif l'endettement financier net ajusté au 31 décembre 2020 avant Restructuration pour ensuite présenter l'impact de la Restructuration sur celui-ci.

Tableau 15 - Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16) ajusté avant Restructuration

En k€	30/09/2021
Passifs financiers non courants portant intérêts	(322 506)
Passifs financiers courants portant intérêts	(71 636)
Endettement financier brut*	(394 142)
Valeurs mobilières de placement	170
Dépôt à vue	45 948
Trésorerie et équivalents de trésorerie	46 118
Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16)	(348 024)
Titres non consolidés	1 279
Autres actifs financiers	1 991
Instruments dérivés actifs non courants	1 876
Participations dans les entreprises associées	2 525
Impôts différés actifs nets des passifs	7 650
Economie potentielle actualisée des déficits fiscaux reportables français non activés	3 280
Produit de cession des actifs à céder (après impôts)	23 375
Instruments dérivés passifs non courants	(2 825)
Intérêts minoritaires	(31)
Provisions pour risques et litiges sociaux et clients	(1 198)
Engagements de retraites et médailles du travail	(3 027)
Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16) ajusté avant Restructuration	(313 129)

Sources : Rapport financier semestriel au 30 septembre 2021 et analyses FINEXSI

L'endettement financier net s'établit à 348 M€ avant Restructuration au 30 septembre 2021 (hors impact IFRS 16 sur les dettes de location simple), soit un *Gearing* comptable de 560% (cf. ci-avant).

Nous avons également inclus dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- Les titres non consolidés notamment SAMI FIGEAC AERO MANUFACTURING LLC - SFAM pour sa valeur comptable de 1 279 k€ ;
- Les autres actifs financiers correspondant principalement à des dépôts de garantie sur financements récupérable par la Société (1 991 k€) ;
- Les instruments dérivés actifs non courants comptabilisés à leur juste valeur (1 876 k€) ;
- La valeur comptable des participations dans les entreprises associées (2 525 k€) notamment la *Joint-Venture* chinoise (NANSHAN FIGEAC AERO INDUSTRY) ;
- Les impôts différés actifs nets des passifs (7 650 k€) qui concernent essentiellement l'activation de déficits fiscaux reportables (7 154 k€) ;
- L'économie potentielle actualisée des déficits fiscaux reportables français non activés consommés au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires (3 280 k€) ;
- Le produit net de cession d'actifs (23 375 k€) ayant vocation à être cédés, étant rappelé que la contribution des sous-jacents n'est, de surcroît, pas prise en compte dans les flux du plan d'affaires ;

- Les instruments dérivés passifs non courants comptabilisés à leur juste valeur (2 825 k€) ;
- La valeur comptable des intérêts minoritaires (31 k€) ;
- Les provisions ne faisant pas l'objet d'un décaissement dans les flux du plan d'affaires (4 225 k€), *i.e.* principalement des provisions pour risques et litiges sociaux et clients, des engagements de retraite, et des médailles de travail.

L'endettement financier net ajusté s'établit à environ 313,1 M€ (hors dettes de location simple IFRS 16) au 30 septembre 2021 avant Restructuration.

Nous présentons ci-après l'impact de la Restructuration sur l'endettement financier net ajusté :

Tableau 16 - Endettement financier net ajusté après Restructuration

Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16) ajusté avant Restructuration	(313 129)
Ligne obligataire (Tikehau Ace Capital)	(10 000)
1 enveloppe de PGE complémentaire (3 tranches)	(66 000)
Financement sur stock avec ACOFI	(20 000)
Financement sur actifs Id-Invest	(12 000)
Rachat ORNANE 2022	20 000
Impact de la Restructuration sur la dette financière brute	(88 000)
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	53 500
Ligne obligataire (Tikehau Ace Capital)	10 000
1 enveloppe de PGE complémentaire (3 tranches)	66 000
Financement sur stock avec ACOFI	20 000
Financement sur actifs Id-Invest	12 000
Rachat ORNANE 2022	(18 600)
Effet impôts sur le rachat partiel des ORNANE 2022	(362)
Impact de la Restructuration sur la trésorerie et équivalents de trésorerie	142 538
Impact total de la Restructuration sur l'endettement financier net	54 538
Endettement financier net (hors dettes de location simple IFRS 16) ajusté après Restructuration	(258 591)

Source : Rapport financier semestriel au 30 septembre 2021 et analyses FINEXSI

L'impact total de la Restructuration sur l'endettement financier net ajusté est d'environ 55 M€ (cf. §7.1.4). Ainsi, après mise en œuvre de la Restructuration, l'endettement financier net ajusté s'établit à environ 258,6 M€.

6.6 Mise en œuvre de la valorisation de FIGEAC AERO après Restructuration

6.6.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de FIGEAC AERO dans le contexte de la Restructuration financière.

6.6.1.1 Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2022E - 2025E du management actualisé en juin 2021 et en février 2022 afin de tenir compte de l'intégration d'un nouveau budget FY2022, de nouvelles cadences et des économies identifiées dans le cadre du plan stratégique « Road to 25 ».

Ce plan d'affaires est le résultat d'une approche « *top down* » mise en œuvre par le service dédié qui budgétise le chiffre d'affaires par filiale et par référence vendue et produite, en fonction du coût de fabrication standard, avant de le décliner par rapport à la structure de coûts de la société mère FIGEAC AERO.

Le plan d'affaires est également la déclinaison de la transformation mise en œuvre par le Groupe qui devrait générer des économies de coûts afin d'améliorer les performances opérationnelles et notamment de générer une rentabilité plus représentative du niveau d'activité du Groupe post crise de la Covid-19. Il intègre les ambitions du management de réduire les coûts et les investissements entre 2022 et 2025 au travers notamment de ses deux plans « Transformation 21 » et « Road to 25 » présentés ci-avant. L'optimisation de l'empreinte industrielle du Groupe, ainsi que le renforcement de l'automatisation sur le modèle des usines 4.0 restent les principaux objectifs de la Société. En effet, cette dernière s'attache désormais à produire les pièces à des endroits géographiques stratégiques, tout en optimisant les flux logistiques en termes de pertinence industrielle et de pertinence de prix de revient.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'analyses de sensibilités qui correspondent à la meilleure vision du management sur le niveau d'activité du Groupe à date ainsi que sur les prévisions de profitabilité opérationnelle à court terme. Les principales sensibilités portent sur i) la réduction des cadences en ligne avec les moyennes prévues par les constructeurs, ii) la réduction de la part non identifiée du « *new business* », iii) le décalage dans le temps sur le projet "*optimisation buy to fly*" dans le cadre du plan « Road to 25 », iv) une croissance plus progressive du chiffre d'affaires au niveau du groupe TOFER, v) un risque de redémarrage plus faible que prévu chez CASAA, ainsi que vi) l'impact sur le plan d'affaires de la cession de certains actifs « *non core business* ».

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires se présentent comme suit :

- Un chiffre d'affaires compris dans la fourchette des perspectives financières communiquées (entre 400 M€ et 430 M€) à l'horizon 2025, soit à un niveau inférieur au chiffre d'affaires publié au 30 mars 2020 (environ 447 M€) intégrant uniquement deux semaines d'impact de la crise de la Covid-19 ;
- Un taux de croissance annuel moyen de l'EBITDA de plus de 30% entre 2022 et 2025 pour atteindre un montant en fin de plan compris dans la fourchette communiquée (entre 67 M€ et 73 M€). La marge d'EBITDA attendue en 2025 serait légèrement supérieure à celle des niveaux observés en 2018 et 2019 avant Covid-19 (entre 15,3% et 16,3% du chiffre d'affaires avant IFRS 16), mais inférieure aux niveaux les plus élevés sur la période 2016 - 2020 (entre 21,3% et 23,3% du chiffre d'affaires en 2016 et 2017). Toutefois, cette forte amélioration de la profitabilité opérationnelle sur l'horizon explicite du plan d'affaires est le reflet de la reprise de l'activité ainsi que des impacts des plans opérationnel et stratégique ;

- Des dépenses d'investissements (ci-après « CAPEX ») se situant dans la fourchette basse des perspectives financières prévues en 2024/2025, en ce compris les CAPEX d'implémentation relatifs au plan stratégique « Road to 25 » et la production immobilisée ;
- Une amélioration du BFR permettant de retrouver en 2025 un niveau plus représentatif (environ 24% du chiffre d'affaires).

La réalisation des prévisions à l'horizon 2025 est conditionnée par l'hypothèse de la confirmation du rebond du secteur aéronautique. Il existe donc un risque de réalisation dans le cas où cette reprise venait à différer significativement des anticipations du management. Aussi, la guerre en Ukraine pourrait avoir deux effets contraires, l'un positif si le dollar venait à se renforcer, l'autre négatif si la guerre perdurait, ce qui pourrait tendre davantage l'approvisionnement en titane et ainsi ralentir les cadences de production. Il est à noter que le management est confiant dans sa capacité à répercuter à ses clients l'augmentation des prix de revient de l'énergie, ou d'autres consommables d'ateliers (fils de coupe, etc.), afin de maintenir ses marges.

Les hypothèses retenues dans le plan d'affaires de la Société paraissent ainsi équilibrées dans le contexte actuel, étant toutefois observé qu'elles présentent un niveau d'incertitudes.

6.6.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Norme IFRS 16

Le plan d'affaires du management n'intègre pas l'effet de l'application de la norme IFRS 16 (location simple), ce qui signifie que les charges de loyers sont prises en compte dans la détermination de l'EBITDA. Dès lors, dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche DCF, la dette de location simple IFRS 16 associée n'a pas été considérée dans notre calcul d'endettement financier net ajusté (§6.5.2).

Flux du second semestre 2022 (octobre 2021 à mars 2022)

Pour l'exercice clôturant au 31 mars 2022, et par cohérence avec l'endettement financier net après Restructuration déterminé au 30 septembre 2021, nous avons retenu le flux de trésorerie correspondant au second semestre, déterminé par différence entre l'atterrissage au 31 mars 2022 et le semestre réalisé au 30 septembre 2021.

Le management nous a confirmé que le réalisé au 30 septembre 2021 n'était pas de nature à remettre en cause la prévision d'atterrissage à fin mars 2022.

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 4 années supplémentaires, soit sur la période 2026E - 2029E afin de tendre vers un niveau d'amortissement en ligne avec les CAPEX.

Flux normatif

Les principales hypothèses retenues en valeur terminale sont les suivantes :

- Le taux de croissance à l'infini de 2,0% retenu pour la détermination du flux normatif a été déterminé par référence à l'inflation attendu à long terme par l'OCDE en zone euro ;
- Le flux normatif a été construit sur la base d'une marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 en ligne avec le niveau attendu en 2025E ;
- Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des CAPEX ;
- Le taux d'impôt sur les sociétés normatif a été modélisé, sur la base du taux français (loi de finances 2022) à l'EBIT ;
- La variation de BFR normative a été retenue nulle à long terme.
- Les CAPEX en ce compris la production immobilisée sont maintenus stables par rapport à ceux attendus en 2025, représentant environ 6,0% du chiffre d'affaires.

6.6.1.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 9,4% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de -0,01% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 2 ans calculée au 31 mars 2022 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 7,90% (moyenne 2 ans de la prime de risque ASSOCIES EN FINANCE au 31 mars 2022) ;
- Un bêta désendetté de 1,14 correspondant à la moyenne 2 ans des betas des comparables boursiers présentés ci-après (Source : CAPITAL IQ), étant précisé que ce niveau est en ligne avec le bêta sectoriel européen de DAMODARAN (« *Aerospace/Defense* ») ;
- Une prime de taille de 0,75% reflétant le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés de l'échantillon de comparables retenu pour la détermination du bêta (Source : IBBOTSON) ;
- Un coût de la dette avant IS de 2,30% qui correspond au coût moyen pondéré calculé à partir des taux d'emprunts effectifs des différentes sources de financement de la Société après Restructuration (ORNANE 2028, ligne obligataire, etc.) ;
- Un *Gearing* d'environ 36% déterminé sur la base du ratio dette nette non ajustée/fonds propres tel qu'il ressort des comparables boursiers, ce qui est conservateur au regard du niveau d'endettement de la Société et du risque associé ;
- Un taux d'imposition de 25,83% correspondant au taux d'impôt français (loi de finances 2022) en ce compris la contribution sociale (3,3%) par simplification, étant rappelé que la Société réalise 75% de son chiffre d'affaires en France.

On remarque que ce taux de 9,4% est proche de celui retenu par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation (9,3%) au 31 mars 2021.

6.6.1.4 Résultats de l'évaluation

Les sensibilités de la valeur par action FIGEAC AERO à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) et (ii) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et de la marge d'EBITDA normative (-0,25 point à +0,25 point), sont présentées ci-après.

Figure 29 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		Taux d'actualisation (%)				
		8,90%	9,15%	9,40%	9,65%	9,90%
Croissance à l'infini (%)	2,5%	8,31	7,75	7,24	6,76	6,31
	2,3%	7,88	7,36	6,87	6,42	6,00
	2,0%	7,48	6,99	6,54	6,11	5,72
	1,8%	7,11	6,65	6,22	5,82	5,45
	1,5%	6,77	6,34	5,93	5,55	5,19

Sources : analyses FINEXSI

Figure 30 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la marge d'EBITDA normative

		Taux d'actualisation (%)				
		8,90%	9,15%	9,40%	9,65%	9,90%
Marge d'EBITDA normative (%)	+0,50pt	7,95	7,45	6,97	6,53	6,12
	+0,25pt	7,72	7,22	6,76	6,32	5,92
	-	7,48	6,99	6,54	6,11	5,72
	-0,25pt	7,24	6,77	6,32	5,90	5,51
	-0,50pt	7,01	6,54	6,10	5,70	5,31

Sources : analyses FINEXSI

Il ressort de la mise en œuvre de cette approche une valeur par action comprise entre 6,11 € et 6,99€ avec une valeur centrale de 6,54 €.

Analyses de sensibilités macroéconomiques

Par ailleurs, comme indiqué ci-avant, l'EBITDA de la Société est particulièrement sensible à la volatilité de la parité EUR / USD. En effet, le Groupe facture plus de 60% de ses ventes en USD par ses sociétés françaises et achète de la matière première, des fournitures et de la sous-traitance en USD. Nous rappelons que le management a retenu une parité EUR / USD de 1,20 pour l'exercice 2022E et de 1,16 entre 2023E et 2025E.

Nous avons ainsi simulé un scénario en cohérence avec les anticipations de marché du consensus CAPITAL IQ, passant d'une parité EUR / USD de 1,10 en 2023E à 1,14 en 2025E, ce qui impacterait favorablement l'EBITDA⁵⁶ du plan d'affaires.

⁵⁶ -0,01 de variation sur la parité correspond à un impact d'environ +1,4 M€ sur l'EBITDA de 2025 par exemple.

Sur ces bases, nous retiendrons à l'issue de ces différentes analyses de sensibilité une fourchette de valeurs par action FIGEAC AERO comprise entre 6,11 € et 7,33 €, avec une valeur centrale de 6,54 €.

6.6.2 Méthode des 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 et aux agrégats jugés comparables. La pertinence de cette méthode est dépendante du fait de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de profil géographique et de rentabilité. FIGEAC AERO étant dans une phase qui peut être qualifiée de « retournement », mis en exergue par la présente Restructuration, l'application de multiples à des agrégats ne reflétant pas encore une rentabilité normative de la Société, apparaît moins pertinent, bien que la Société bénéficie actuellement du rebond du secteur aéronautique.

Aussi, compte tenu des différences de taille ou de profils opérationnels (croissance, rentabilité, intensité capitalistique), il n'existe pas de société qui puisse être jugée pleinement comparable à FIGEAC AERO. Pour les raisons évoquées ci-avant, la méthode des comparables boursiers est présentée à titre secondaire.

Nous avons cependant identifié sept sociétés intervenant dans le secteur aéronautique et présentant une activité similaire à celle de FIGEAC AERO. Néanmoins, des différences subsistent au sein de ces dernières, notamment en termes de taille, de diversification des activités et de rentabilité. Les six sociétés sont présentées ci-après.

- **FAAC AG** est une société autrichienne qui se consacre à la conception, au développement, à la production, à la distribution et à la réparation de composants et de systèmes aéronautiques légers pour l'industrie aérospatiale. Le groupe est surtout présent en Europe (environ 50% du chiffre d'affaires) et en Amérique du Nord (environ 35%). Cette société opère à travers trois segments : **1)** l'Aérostructures, **2)** les composants de moteurs et de nacelles, et **3)** les intérieurs de cabine (pour les avions commerciaux, les jets d'affaires, les avions cargo et les hélicoptères). L'activité Aérostructures (34% du chiffre d'affaires) est comparable à celle de FIGEAC AERO. FAAC AG a réalisé 498 M€ de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 9,6% de marge d'EBITDA ;
- **SOGECLAIR** est une société française qui réalise des projets de conception, de co-développement pour des comptes industriels et des projets de développement de solutions de simulation et de réalité virtuelle. Le groupe est surtout présent en Europe (environ 70% du chiffre d'affaires) et en Amérique du Nord (22%). Cette société opère à travers trois segments : **1)** l'Aérospatial (architecture, intégration, et installation de cabines, de cockpits, de matériaux métalliques, composites, et de systèmes mécaniques et électriques), **2)** le véhicule (conception et production de véhicules spéciaux civils et militaires), et **3)** la simulation (recherche, conception, et formation de simulateurs, ainsi que des ateliers et des logiciels de simulation). L'activité d'Aérospatial représente 84% du chiffre d'affaires. La société fournit ses produits et services aux marchés de l'Aérospatial et de la Défense, de l'Automobile, du Ferroviaire et d'autres industries. SOGECLAIR a réalisé 121 M€ de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 4,1% de marge d'EBITDA ;

- **DUCOMMUN INCORPORATED** est une société américaine qui fournit des produits et des services d'ingénierie principalement aux industries de l'Aérospatial, de la Défense, et du Médical. Le groupe est principalement présent en Amérique du Nord (93% du chiffre d'affaires). Cette société opère à travers deux segments : **1)** les systèmes électroniques (des assemblages de câbles, de cartes de circuits imprimés, de systèmes d'interconnexion, et des assemblages électroniques, électromécaniques et mécaniques (des parafoudres, des boîtiers radar, des écrans...)) et **2)** les systèmes structuraux (composants profilés en aluminium, en titane et en composite tels que des ailettes, des composants de moteur et des panneaux structuraux de fuselage). Pour l'Aérospatial, la société dessert les marchés des aéronefs commerciaux et militaires à voilures fixes et tournantes, mais également les marchés du spatial. DUCOMMUN INCORPORATED a réalisé 645 M\$ (environ 596 M€) de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 11,9% de marge d'EBITDA ;
- **MAGELLAN AEROSPACE CORPORATION** est une société canadienne qui conçoit et fabrique des moteurs, des assemblages et des composants de structures aéronautiques pour le marché de l'Aérospatial et de la Défense. Le groupe est principalement présent en Amérique du Nord (environ 70% du chiffre d'affaires) et en Europe (environ 30% du chiffre d'affaires). Cette société opère à travers deux segments : **1)** l'Aérospatiale (développement, fabrication, distribution et réparation d'Aérostructures (des trains d'atterrissage, des nervures, des longerons d'aile, des cloisons, des composants de fuselage, des structures composites d'aile et de carénage), d'aéromoteurs (des cadres de moteur, des carters de compresseur et de ventilateur), des composants moulés et des produits de spécialités), **2)** les services de production d'électricité à partir de déchets, et l'équipement de turbines à gaz, et de moteurs de fusées. L'activité comparable à celle de FIGEAC AERO est l'Aérostructures représentant environ 60% du chiffre d'affaires en 2021. MAGELLAN AEROSPACE a réalisé 688 M\$CAD (environ 500 M€) de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 5,7% de marge d'EBITDA ;
- **LISI S.A.** est une société française spécialisée dans la conception et la fabrication de fixations et de composants d'assemblage multifonctionnels. Le Groupe est principalement présent en France (environ 30%), en Union Européenne (environ 30%), en Amérique du Nord (environ 27%) et autres (environ 13%). Cette société opère à travers trois segments : **1)** l'Aéronautique (48% du chiffre d'affaires) en proposant des fixations de structure, des outillages de pose, des fixations moteur, **2)** l'Automobile (42% du chiffre d'affaires) avec des fixations de moteurs, des vis et écrous de roues, de sécurité, des barres de torsion, des raccords de freins, des fixations de panneaux, et **3)** le Médical (environ 10% du chiffre d'affaires) au travers d'une activité de fabrication en sous-traitance d'implants médicaux et d'ancillaires. À fin 2021, LISI S.A. dispose de 42 sites de production dans le monde. LISI S.A. a réalisé 1 199 M€ de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 13,4% de marge d'EBITDA ;

- **TRIUMPH GROUP** est une société américaine qui conçoit, fabrique, distribue, répare, et révisé des Aérostructures, des composants d'avion, et des sous-ensembles dans le monde. Le groupe est principalement présent en Amérique du Nord (80% du chiffre d'affaires), en Europe (20% du chiffre d'affaires) mais également en Asie. Cette société opère à travers trois segments : **1)** les Aérostructures métalliques et composites (des ailes d'avion, des cabines d'hélicoptère, des nacelles de moteur, des revêtements de fuselage, des empennages, etc.), **2)** les systèmes intégrés (des accessoires d'aéronefs et de moteurs, des télé capteurs, etc.), et **3)** le service après ventes. L'activité Aérostructures représentait plus de 40% du chiffre d'affaires au 31 mars 2021. TRIUMPH GROUP a réalisé 1 870 M\$ (environ 1 726 M€) de chiffre d'affaires au 31 mars 2021 pour 11,3% de marge d'EBITDA ;
- **SPIRIT AEROSYSTEMS HOLDINGS** est une société américaine qui conçoit, fabrique et fournit des pièces d'avions et des structures aérodynamiques. Le groupe est principalement présent en Amérique du Nord (70% du chiffre d'affaires) et en Europe (15% du chiffre d'affaires). Cette société opère à travers trois segments : **1)** les systèmes de fuselage (développe, produit et commercialise des sections, des systèmes de fuselage avant, moyen et arrière principalement pour les fabricants d'équipement d'origine (OEM), ainsi que des pièces de rechange et des services de maintenance, de réparation et de révision (« *Maintenance Repair and Overhaul* » MRO) connexes), **2)** les systèmes de propulsion (des nacelles, des inverseurs de poussée, et des composants structuraux pour moteurs, principalement aux constructeurs d'avions ou de moteurs, ainsi que de la MRO) et **3)** les systèmes d'ailes (des ailes et des composants d'ailes tels que des gouvernes de vol et d'autres pièces structurales diverses, et de la MRO). L'activité Aérostructures (systèmes de fuselage et d'ailes) représentait plus de 60% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2021. SPIRIT AEROSYSTEMS HOLDINGS a réalisé 3 953 M\$ (environ 3 650 M€) de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 avec une marge d'EBITDA déficitaire ;
- **HOWMET AEROSPACE INC**, est une société américaine qui fournit des solutions techniques industrielles au travers de quatre segments : **1)** « *Engine Products* » qui produit des pièces moulées y compris des profils aérodynamiques, et des anneaux laminés principalement pour les moteurs d'avion et les turbines, **2)** « *Fastening Systems* » qui produit des systèmes de fixation pour l'aérospatiale, le transport commercial, et l'industrie, **3)** « *Forged wheels* » fournissant des roues en aluminium forgé et des produits connexes pour les camions de gros tonnage et les marchés du transport commercial, et **4)** « *Engineered Structures* » proposant des produits de laminage en titane pour des applications aérospatiales et de défense (principalement pour les composants de cellules d'avion, d'ailes, de moteurs d'avion et de trains d'atterrissage). HOWMET AEROSPACE INC a réalisé environ 5 000 M\$ (environ 3 650 M€) de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 (soit plus de 60% pour le secteur aérospatial et défense) avec une marge d'EBITDA de 22,6%.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette approche, nous avons retenu l'EBITDA avant IFRS 16 qui nous paraît être l'agrégat le plus pertinent au cas d'espèce. C'est également l'agrégat principalement retenu par les analystes suivant le titre FIGEAC AERO pour mettre en œuvre leurs valorisations. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires compte tenu des différences de marge entre les sociétés de l'échantillon. Par ailleurs, en dépit du fait que les multiples d'EBITDA ne permettent pas de prendre en compte l'intensité capitalistique, ni les différences éventuelles de politiques d'amortissement et de comptabilisation de frais de R&D, ils ont été retenus car ils extériorisent des résultats plus pertinents que ceux obtenus par l'application des multiples d'EBIT. Ceci s'explique principalement par la phase de redressement que traverse la Société.

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA attendues jusqu'en 2025 par les analystes suivant FIGEAC AERO et les sociétés de notre panel de comparables :

Tableau 17 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et d'EBITDA attendus par le consensus sur le panel de comparables

Comparables	Pays	(CA (M€))	Croissance CA (%)			Marge d'EBITDA*		
			2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Figeac Aero	France	205	23,7 %	10,7 %	n/a	13,8 %	15,3 %	n/a
FACC AG	Autriche	498	12,9 %	19,3 %	14,2 %	7,6 %	9,0 %	9,6 %
Sogclair SA	France	121	6,6 %	6,8 %	n/a	7,9 %	9,2 %	n/a
Ducommun Incorporated	Etats-Unis	568	7,7 %	4,5 %	n/a	13,8 %	14,5 %	n/a
Magellan Aerospace Corp	Canada	478	14,3 %	7,8 %	n/a	10,7 %	13,5 %	n/a
Lisi S.A.	France	1 199	12,6 %	14,9 %	7,9 %	14,9 %	16,3 %	16,6 %
Triumph Group, Inc.	Etats-Unis	1 593	1,8 %	3,6 %	2,1 %	12,1 %	12,6 %	13,2 %
Spirit AeroSystems	Etats-Unis	3 476	27,9 %	26,9 %	18,3 %	9,4 %	13,2 %	15,3 %
Howmet Aerospace Inc.	Etats-Unis	4 372	12,6 %	10,9 %	5,7 %	22,7 %	23,7 %	23,9 %
Moyenne (hors Figeac Aero)			12,1 %	11,8 %	9,7 %	12,4 %	14,0 %	15,7 %

*Avant application de la norme IFRS 16
Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Nous observons que les taux de marge d'EBITDA attendus sur la période s'établissent plutôt en haut de fourchette de l'échantillon.

Nous avons retenu dans le cadre de la mise en œuvre de cette approche les multiples d'EBITDA de mars 2023 à mars 2025 (avant IFRS 16). En conséquence, la dette de loyers IFRS 16 (location simple) n'a pas été intégrée dans les calculs d'endettement financier net utilisés pour cette approche.

Nous présentons ci-après les multiples d'EBITDA ressortant de notre échantillon de sociétés comparables :

Tableau 18 - Multiples* observés sur les sociétés comparables de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)*	xEBITDA*		
				2023e	2024e	2025e
FACC AG	Autriche	498	580	10,7x	7,5x	6,2x
Sogeclair SA	France	121	85	8,3x	6,7x	6,0x
Ducommun Incorporated	Etats-Unis	568	785	7,9x	7,2x	6,9x
Magellan Aerospace Corporation	Canada	478	438	6,5x	4,8x	4,1x
Lisi S.A.	France	1 199	1 421	7,4x	5,9x	5,4x
Triumph Group, Inc.	Etats-Unis	1 593	2 715	15,3x	14,2x	13,3x
Spirit AeroSystems Holdings, Inc.	Etats-Unis	3 476	6 780	14,4x	8,1x	5,9x
Howmet Aerospace Inc.	Etats-Unis	4 372	16 867	13,7x	11,8x	11,1x
Moyenne				10,5x	8,3x	7,4x

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

*Multiples induits par une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 31 mars 2022 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois. Par ailleurs, nous avons recalendrisé les exercices au 31 mars afin d'être cohérent avec la date de clôture de FIGEAC AERO.

Après prise en compte de l'endettement financier net et du nombre d'actions tels que déterminés après Restructuration (cf. §6.5.1) et après application des multiples 2023 à 2025, il ressort une valeur par action de la Société comprise entre 6,08 € et 6,99 € après Restructuration.

Nous rappelons que cette approche est mise en œuvre à titre secondaire au titre des limitations exposées ci-avant.

6.6.3 Analyse des objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

Pour les mêmes raisons que celles exposées ci-avant au §6.2.3, ce critère est présenté à titre informatif.

Nous rappelons ci-après les principales publications des analystes suivant le titre FIGEAC AERO après la première annonce de la Société datant du 9 septembre 2021 ainsi que la deuxième (datant du 5 avril 2022) :

Tableau 19 - Analyse des objectifs de cours des analystes après la première annonce de la Société

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
08/11/2021	Gilbert Dupont	7,9 €	Achat
29/12/2021	Gilbert Dupont	7,9 €	Achat
05/04/2022	Gilbert Dupont	7,9 €	Achat
10/09/2021	Midcap Partners	6,5 €	Achat
29/12/2021	Midcap Partners	6,5 €	Achat
06/04/2022	Midcap Partners	6,5 €	Achat
09/09/2021	ODDO BHF	6,4 €	Neutre
08/12/2021	ODDO BHF	6,4 €	Neutre
29/12/2021	ODDO BHF	6,4 €	Neutre
05/04/2022	ODDO BHF	6,4 €	Neutre
06/04/2022	ODDO BHF	6,1 €	Neutre
Min		6,1 €	
Moyenne		6,8 €	
Médiane		6,5 €	
Max		7,9 €	

Sources : CAPITAL IQ, notes d'analystes et analyses FINEXSI

Il est à noter qu'après la première annonce du 9 septembre 2021, comme après la deuxième annonce du 5 avril 2022, deux analystes sur trois n'ont pas revu leur objectif de cours ni leur recommandation, ce qui supposerait que la Restructuration financière était déjà intégrée dans leurs prévisions (cf. 6.2.2).

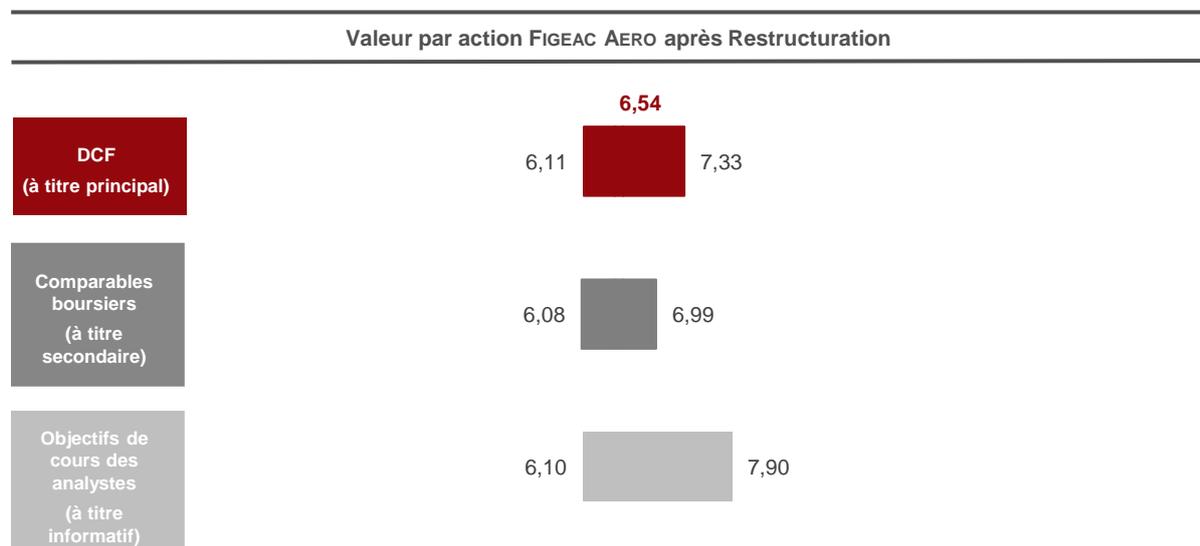
Seul ODDO BHF (dans sa note datant du 6 avril 2022), après l'annonce du 5 avril 2022 faisant état des nouveaux termes financiers négociés, a revu à la baisse son objectif de cours passant de 6,40 € à 6,10 € par action FIGEAC AERO sur la base de l'actualisation de son DCF, tout en maintenant sa recommandation « Neutre ».

Bien que l'analyste considère que la Restructuration soit favorable « *l'accord sur l'aménagement de la structure financière dévoilé hier permet enfin d'éclaircir l'horizon qui était obstrué depuis plusieurs mois. D'une part, la liquidité se retrouve renforcée par un apport global de 161,5 M€ à 166,5 M€ (suivant le montant d'augmentation de capital réservée à Tikehau), soit plus de deux fois le montant figurant au bilan à fin mars 2021. D'autre part, le profil de remboursement de la dette est désormais lissé jusqu'en mars 2029 grâce à un accord avec les partenaires bancaires (avec une contrepartie que nous trouvons limitée à +62.5pb hors PGE) ainsi que les porteurs d'ORNANE (avec des concessions plus importantes et une potentielle dilution de 9.03m de titres)* », cette révision à la baisse s'explique notamment par des raisons macroéconomiques (inflation, tensions sur la *supply chain*, pénurie de main d'œuvre, etc.), et par le fait que le BFR et les CAPEX devraient peser sur la génération de *Free Cash Flows* à horizon 2025.

6.7 Synthèse de nos travaux d'évaluation après Restructuration

Le graphique ci-après résume les fourchettes de valeur par action FIGEAC AERO après Restructuration et sur la base des méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 31 - Synthèse des valeurs par action FIGEAC AERO après Restructuration



Source : analyses FINEXSI

Dans le contexte, nous considérons l'approche par le DCF comme le critère le plus approprié pour apprécier la valeur de l'action FIGEAC AERO. Cette approche fait ressortir une valeur par action après Restructuration comprise entre 6,11 € et 7,33 €, avec une valeur centrale de 6,54 €.

Nous rappelons que ces résultats supposent que les prévisions établies par le management, qui reposent notamment sur un rebond significatif de l'activité dès 2022 dans un contexte de marché aéronautique fortement volatil et la réalisation des plans d'économies de coûts tels qu'anticipés, se réalisent sans aléa majeur.

Cette fourchette est corroborée par i) le résultat de la méthode des comparables boursiers mise en œuvre à titre secondaire qui fait ressortir une fourchette de valeur par action FIGEAC AERO plus resserrée comprise entre 6,08 € et 6,99 €, et par ii) la référence aux objectifs de cours des analystes présentée à titre informatif.

7. Analyse de l'impact financier de la Restructuration

Nous avons analysé l'impact théorique de la Restructuration sur :

- La structure financière de FIGEAC AERO (fonds propres, dette brute, trésorerie et dette nette) ;
- L'actionnariat de FIGEAC AERO ;
- La situation des actionnaires (évolution théorique de leur patrimoine) ;
- La situation des porteurs d'ORNANE (évolution théorique de leur patrimoine).

Nous rappelons que les analyses présentées ci-après sont fondées, soit sur des données boursières, soit sur les résultats de notre valorisation DCF post Restructuration réalisée sur la base d'un nombre d'actions dilué au 26 avril 2022 qui pourra être différent de celui effectif à la date de réalisation de la Restructuration.

7.1 Analyse de la structure financière post Restructuration

Les effets des différentes étapes de la Restructuration sur la dette brute, la trésorerie et les fonds propres selon différentes hypothèses / scénarios sont détaillés dans les paragraphes suivants.

Ces analyses ont été réalisées par référence aux données ressortant du dernier bilan consolidé de la Société, soit celui au 30 septembre 2021. Nous précisons qu'elles n'intègrent notamment pas l'impact des flux opérationnels postérieurs à cette date.

7.1.1 Incidence de la Restructuration sur les fonds propres de la Société

Nous présentons ci-après l'incidence de la Restructuration sur les fonds propres consolidés de la Société, selon les deux hypothèses suivantes :

- **Hypothèse 1** : augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL d'un montant de 53,5 M€ (prime d'émission incluse), au prix de 5,60 € par action, correspondant à l'émission de 9.553.571 actions nouvelles ;
- **Hypothèse 2** : augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL d'un montant de 58,5 M€ (prime d'émission incluse), au prix de 5,60 € par action, correspondant à l'émission de 10.446.428 actions nouvelles.

Ces deux hypothèses d'augmentation de capital dépendent d'un projet de cession d'actifs « *non core business* ».

Les fonds propres seront notamment impactés à hauteur du montant de l'émission d'actions donnant accès au capital de FIGEAC AERO, par la conversion des ORNANE 2028 selon les termes réaménagés, ainsi que par le rachat partiel des ORNANE 2022 préalable comme indiqué ci-avant.

Tableau 20 - Impact de la Restructuration sur les fonds propres de la Société

En k€	Hypothèse 1	Hypothèse 2
Fonds propres au 30 septembre 2021	62 168	62 168
Intérêts minoritaires au 30 septembre 2021	31	31
Fonds propres part du groupe avant Restructuration	62 137	62 137
<i>ANC (€/action) avant Restructuration</i>	1,99 €	1,99 €
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	53 500	58 500
<i>Nombre d'actions émises</i>	9 553 571	10 446 428
<i>Prix de souscription (€/action)</i>	5,60 €	5,60 €
Conversion des ORNANE 2028 et annulation de la dette sous-jacente	68 273	68 273
<i>Nombre d'actions émises</i>	9 030 774	9 030 774
<i>Prix de souscription (€/action)</i>	7,56	7,56
Rachat partiel des ORNANE 2022	1 400	1 400
<i>Effet impôts %</i>	25,83%	25,83%
Rachat partiel des ORNANE 2022 après impôts	1 038	1 038
Impact total de la Restructuration	122 811	127 811
Fonds propres post Restructuration	184 948	189 948
<i>ANC (€/action) après Restructuration</i>	3,71 €	3,74 €

Sources : Société et analyses FINEXSI

Au 30 septembre 2021, les fonds propres consolidés part du Groupe s'établissent à 62,1 M€, correspondant à un actif net comptable de 1,99 € par action FIGEAC AERO sur la base du nombre d'actions retraité de l'autocontrôle au 26 avril 2022. Ils devraient être ramenés à un montant compris entre 184,9 M€ et 189,9 M€ après Restructuration, en fonction du montant de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL et compte tenu :

- De la conversion des ORNANE 2028 sur la base du ratio de conversion à raison de 3,4 actions FIGEAC AERO par ORNANE, au travers de l'émission de 9.030.774 actions nouvelles au prix de 7,56 € par action FIGEAC AERO, sous-tendant l'annulation de la dette obligataire sous-jacente ; et
- Du rachat partiel des ORNANE 2022 pour d'un montant de 18,6 M€ venant annuler 20 M€ de dette obligataire sous-jacente. Dès lors, un montant de 1,4 M€ est comptabilisé en tant que produit financier, étant précisé que nous avons retenu un effet impôts (25,83% en ce compris la contribution de 3,3%) sur ce dernier.

Ainsi, l'actif net actif net comptable se situerait dans une fourchette comprise entre 3,71 € et 3,74 € par action FIGEAC AERO sur la base du nombre d'actions après Restructuration, du fait de l'impact relatif des opérations susmentionnées.

7.1.2 Incidence de la Restructuration sur la dette financière brute

Relevons ici que, pour les développements qui figurent dans ce rapport, nous retenons le montant de la dette financière du Groupe pour sa valeur comptable.

Nous présentons ci-après l'impact de la mise en œuvre de la Restructuration sur la dette financière brute non ajustée de la Société :

Tableau 21 - Evolution de la dette financière brute du Groupe avant et après Restructuration

En k€	30/09/2021
<i>Emprunts obligataires (ORNANE)</i>	(85 935)
<i>Emprunts auprès des établissements de crédit</i>	(189 559)
<i>Emprunts location-financement (courant et non courant)</i>	(41 987)
<i>Avances remboursables</i>	(9 682)
<i>Autres dettes financières</i>	(1 472)
<i>Intérêts courus non échus</i>	(1 366)
Passifs financiers non courants portant intérêts	(330 001)
<i>Emprunts auprès des établissements de crédit</i>	(43 739)
<i>Avances remboursables</i>	(5 165)
<i>Concours bancaires court terme et assimilés</i>	(785)
<i>Affacturation</i>	(14 452)
Passifs financiers courants portant intérêts	(64 141)
Dette financière brute avant Restructuration hors dettes de location simple (IFRS 16)	(394 142)
Dettes de location simple (IFRS 16)	(7 914)
Dette financière brute avant Restructuration en ce compris les dettes de location (IFRS 16)	(402 056)
Ligne obligataire (Tikehau Ace Capital)	(10 000)
1 enveloppe de PGE complémentaire (3 tranches)	(66 000)
Financement sur stock avec ACOFI	(20 000)
Financement sur actifs Id-Invest	(12 000)
Rachat ORNANE 2022	20 000
Impact de la Restructuration sur la dette financière brute	(88 000)
Dette financière brute après Restructuration en ce compris les dettes de location (IFRS 16)	(490 056)
Dette financière brute après Restructuration hors les dettes de location (IFRS 16)	(482 142)

Source : projet de comptes semestriels au 30 septembre 2021, Société et analyses FINEXSI

Nous rappelons que la dette financière brute du Groupe avant Restructuration s'établit à 402 M€, en ce compris des dettes de location simple IFRS 16, et 394 M€ sans ces dernières.

Nous observons que la mise en œuvre de la Restructuration induit une augmentation de la dette financière brute de 88 M€ relative à :

- La ligne obligataire de 10 M€ entièrement souscrite par TIKEHAU ACE CAPITAL, d'une maturité de 6 ans et 6 mois portant intérêt à 12% PIK (« *Payment In Kind* ») ;
- L'enveloppe de 66 M€ de PGE complémentaire d'une maturité de 6 ans, et amortie sur 4 ans, après 2 ans de franchise ;
- Le financement sur stock avec ACOFI d'un montant de 20 M€ (d'une maturité de 8 ans et amortissable à partir de la cinquième année, à un taux d'intérêts de 6,75%) ;
- La ligne de financement de matériels industriels ID-INVEST (« *lease-back* ») d'un montant de 12 M€ (amortissable sur 5,5 ans, à un taux d'intérêts de 5,2%) ; et
- L'annulation de 20 M€ d'ORNANE par suite du rachat partiel opéré par la Société.

Sur ces bases, la dette financière brute s'établit à 490 M€ après Restructuration, en ce compris les dettes de location simple IFRS 16, et 482 M€ sans ces dernières.

7.1.3 Incidence de la Restructuration sur la trésorerie de la Société

Nous avons également simulé l'impact de la Restructuration en termes de trésorerie pour la Société selon les deux Hypothèses définies ci-avant.

Tableau 22 - Impact de la Restructuration sur la trésorerie consolidée de la Société

En k€	Hypothèse 1	Hypothèse 2
Valeurs mobilières de placement au 30 septembre 2021	170	170
Dépôt à vue au 30 septembre 2021	45 948	45 948
Trésorerie et équivalents de trésorerie au 30 septembre 2021 avant Restructuration	46 118	46 118
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	53 500	58 500
Ligne obligataire (Tikehau Ace Capital)	10 000	10 000
1 enveloppe de PGE complémentaire (3 tranches)	66 000	66 000
Financement sur stock avec ACOFI	20 000	20 000
Financement sur actifs Id-Invest	12 000	12 000
Rachat ORNANE 2022	(18 600)	(18 600)
Impact de la Restructuration sur la trésorerie et équivalents de trésorerie	142 900	147 900
Trésorerie et équivalents de trésorerie après Restructuration	189 018	194 018

Source : projet de comptes semestriels au 30 septembre 2021, Société et analyses FINEXSI

Il ressort de cette analyse que la Restructuration aura un impact favorable sur la trésorerie consolidée de la Société grâce à :

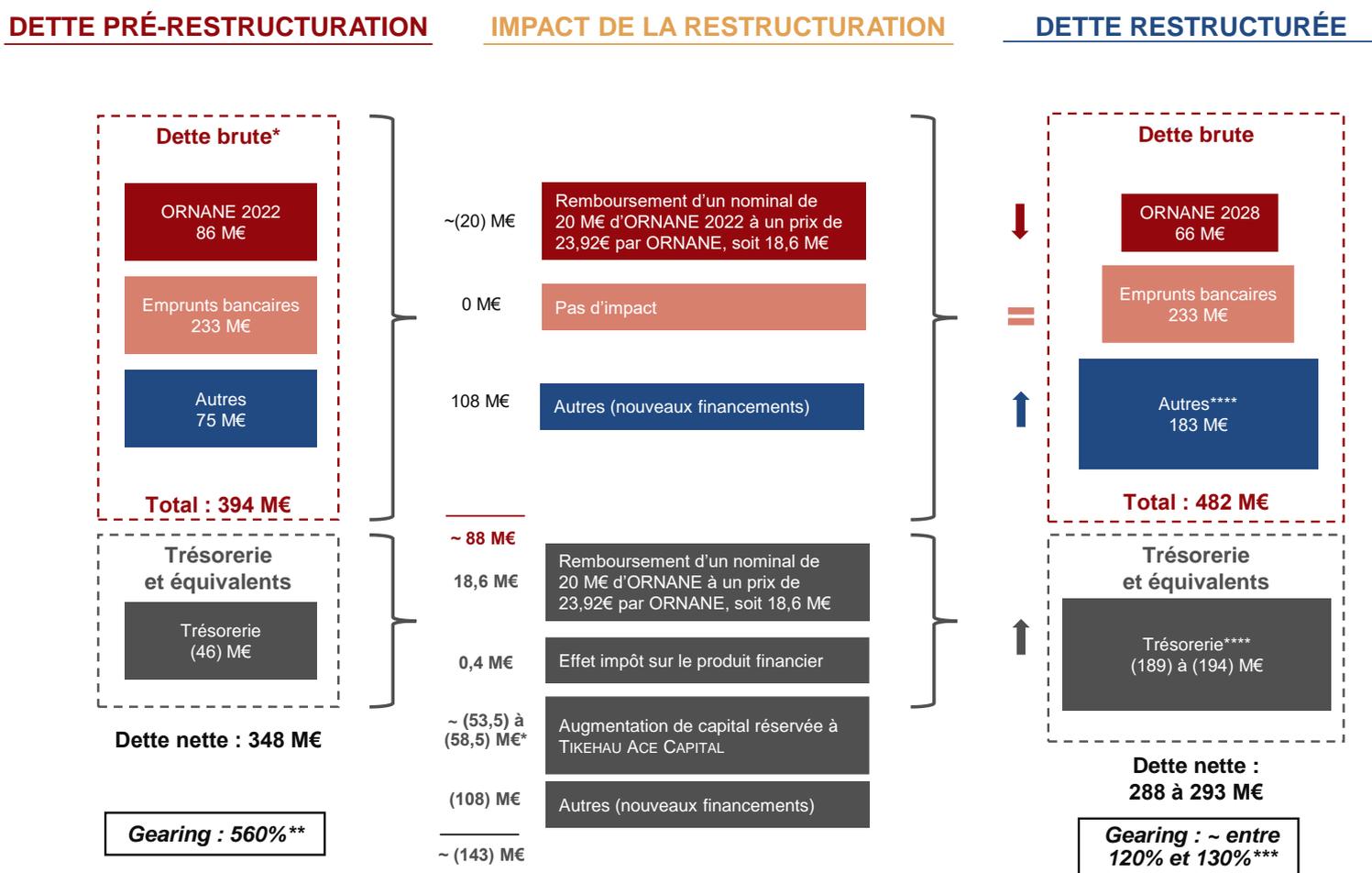
- La trésorerie générée par l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, après rachat partiel des ORNANE 2022 pour un montant de 18,6 M€ ;
- La trésorerie générée par la mise en place des nouveaux financements présentés ci-avant.

Dès lors, la Restructuration permettra à la Société de disposer entre 142,9 M€ et 147,9 M€ de trésorerie permettant ainsi de financer son plan de transformation « Route 25 », ses besoins en fonds de roulement et ses besoins généraux.

7.1.4 Incidence de la Restructuration sur la dette nette de la Société

L'impact de la Restructuration sur la dette nette de la Société est le suivant :

Figure 32 - Impact de la Restructuration sur la dette nette de la Société



*Au 30 septembre 2021 hors dettes de location simple (IFRS 16) et non ajusté

**Dettes nettes non ajustées / capitaux propres comptables au 30 septembre 2021

*** Dettes nettes non ajustées post Restructuration / fonds propres comptables post Restructuration (augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, rachat partiel des ORNANE 20200 et conversion du solde).

**** Emission d'une ligne obligataire de 10 M€. Obtention d'une ligne de PGE complémentaire (3 tranches) à 66 M€. Financement sur stock avec ACOFI à 20 M€. Financement sur actifs ID-INVEST à 12 M€

Source : Société, projet de comptes semestriels au 30 septembre 2021, analyses FINEXSI

Le principal impact est la réduction drastique du « *Gearing*⁵⁷ », lequel passe de 560% à 120% ou 130% suivant les hypothèses d'augmentation de capital réservée.

7.2 Incidence de la Restructuration sur l'actionnariat de la Société

7.2.1 En l'absence de Restructuration

La Société n'étant pas en mesure de rembourser ses ORNANE en octobre 2022, nous présentons à titre informatif la dilution qu'auraient connue les actionnaires de la Société en l'absence de Restructuration, et dans l'hypothèse de la conversion des ORNANE 2022 à cette date.

Nous rappelons que les ORNANE 2022 portant intérêt à un taux annuel de 1,125% payable semestriellement à terme échu les 18 avril et 18 octobre de chaque année, ont été émises à la valeur nominale unitaire de 25,72 €. L'encours actuel s'établit à 3.433.715 ORNANE 2022.

Le tableau ci-après reprend les évolutions du nombre de titres que détiennent les actionnaires en date du 26 avril 2022 puis après la conversion des ORNANE 2022 (*i.e.* en l'absence de Restructuration) :

Tableau 23 - Actionnariat après conversion des ORNANE 2022 uniquement (scénario théorique)

	Au 26 avril 2022				Après conversion des ORNANE 2022			
	Capital		Droits de vote		Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
SC MAILLARD ET FILS	12 496 000	39,2 %	24 992 000	45,1 %	12 496 000	35,4 %	24 992 000	38,4 %
Monsieur J.C. MAILLARD	11 498 492	36,1 %	22 895 154	41,3 %	11 498 492	32,6 %	22 895 154	35,2 %
Total famille MAILLARD	23 994 492	75,4 %	47 887 154	86,5 %	23 994 492	68,0 %	47 887 154	73,7 %
Porteurs d'ORNANE	-	-	-	-	3 433 715	9,7 %	3 433 715	5,8 %
Salariés	70 712	0,2 %	141 229	0,3 %	70 712	0,2 %	141 229	0,2 %
Autres titres nominatif	154 890	0,5 %	284 402	0,5 %	154 890	0,4 %	284 402	0,5 %
Titres auto-détenus	562 608	1,8 %	-	-	562 608	1,6 %	-	-
Flottant	7 056 771	22,2 %	7 056 771	12,7 %	7 056 771	20,0 %	7 056 771	12,0 %
Total	31 839 473	100,0 %	55 369 556	100,0 %	35 273 188	100,00 %	58 803 271	100,0 %

Sources : Société et analyses FINEXSI

Compte tenu de la conversion de chaque ORNANE 2022 en une action FIGEAC AERO, les actionnaires auraient été dilués à hauteur de 9,7% du capital de la Société. De surcroît, les porteurs d'ORNANE 2022 auraient disposé de 9,7% du capital de la Société après conversion.

⁵⁷ Dette nette non ajustée / fonds propres comptables de la Société.

7.2.2 Dans l'hypothèse de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 53,5 M€

Nous présentons ci-après l'actionnariat de la Société après réalisation des opérations de la Restructuration détaillées ci-avant, en ce compris l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 53,5 M€ (Hypothèse 1) et la conversion de la totalité des ORNANE 2028 réaménagés afin d'obtenir la dilution maximum :

Tableau 24 - Actionnariat après Restructuration (Hypothèse 1 et conversion des ORNANE 2028 incluse)

	Au 26 avril 2022				Après Restructuration			
	Capital		Droits de vote		Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
SC MAILLARD ET FILS	12 496 000	39,2 %	24 992 000	45,1 %	12 496 000	24,8 %	24 992 000	33,8 %
Monsieur J.C. MAILLARD	11 498 492	36,1 %	22 895 154	41,3 %	9 802 063	19,4 %	21 288 010	28,8 %
Total famille MAILLARD	23 994 492	75,4 %	47 887 154	86,5 %	22 298 063	44,2 %	46 280 010	62,5 %
Tikehau Ace Capital	-	-	-	-	11 250 000	22,3 %	11 250 000	15,2 %
Sous-total Concert	23 994 492	75,4 %	47 887 154	86,5 %	33 548 063	66,5 %	57 530 010	77,7 %
Porteurs d'ORNANE	-	-	-	-	9 030 774	17,9 %	9 030 774	12,2 %
Salariés	70 712	0,2 %	141 229	0,3 %	70 712	0,1 %	141 229	0,2 %
Autres titres nominatif	154 890	0,5 %	284 402	0,5 %	154 890	0,3 %	284 402	0,4 %
Titres auto-détenus	562 608	1,8 %	-	-	562 608	1,1 %	-	-
Flottant	7 056 771	22,2 %	7 056 771	12,7 %	7 056 771	14,0 %	7 056 771	9,5 %
Total	31 839 473	100,0 %	55 369 556	100,0 %	50 423 818	100,0 %	74 043 186	100,0 %

Sources : Société et analyses FINEXSI

L'impact de la Restructuration (Hypothèse 1 et après conversion des ORNANE 2028) sur l'actionnariat, tel que présenté dans le tableau ci-avant, appelle de notre part les commentaires suivants :

- TIKEHAU ACE CAPITAL détiendrait 22,3% du capital de la Société s'il venait à souscrire au prix de 5,60 € par action à l'augmentation de capital lui étant réservée pour un montant de 53,5 M€ ;
- Le Concert formé par la SC MAILLARD ET FILS, Monsieur Jean-Claude MAILLARD et TIKEHAU ACE CAPITAL détiendrait, dès lors, 66,5% du capital ;
- Les porteurs d'ORNANE, après conversion de leurs obligations en actions FIGEAC AERO à échéance (*i.e.* octobre 2028) sur la base d'une parité de 1 obligation pour 3,4 actions, détiendraient 17,9% du capital de la Société ;
- Le capital flottant ne représenterait plus que 14,0% de la Société contre 22,2% au 26 avril 2022, et 20,0% dans l'hypothèse théorique d'une conversion des ORNANE en octobre 2022 avec la parité initiale de 1 obligation pour 1 action (cf. §7.2.1).

Les modalités de l'hypothèse 1 font état d'une dilution en capital de l'ordre de 36,9% par rapport à l'actionnariat actuel en date du 26 avril 2022, et de 30% par rapport à l'hypothèse théorique de conversion des ORNANE 2022 en octobre 2022 selon la parité initiale.

Il convient de rappeler que cette dilution en capital trouve sa contrepartie dans l'augmentation des capitaux propres, comme présenté ci-avant.

7.2.3 Dans l'hypothèse de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 58,5 M€

Nous présentons la même simulation dans l'hypothèse de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 58,5 M€ (Hypothèse 2) et après conversion de la totalité des ORNANE 2028 réaménagés afin d'obtenir la dilution maximum :

Tableau 25 - Actionnariat après Restructuration (Hypothèse 2 et conversion des ORNANE 2028 incluse)

	Au 26 avril 2022				Après Restructuration			
	Capital		Droits de vote		Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
SC MAILLARD ET FILS	12 496 000	39,2 %	24 992 000	45,1 %	12 496 000	24,4 %	24 992 000	33,8 %
Monsieur J.C. MAILLARD	11 498 492	36,1 %	22 895 154	41,3 %	10 694 920	20,8 %	21 288 010	28,8 %
Total famille MAILLARD	23 994 492	75,4 %	47 887 154	86,5 %	23 190 920	45,2 %	46 280 010	62,5 %
Tikehau Ace Capital	-	-	-	-	11 250 000	21,9 %	11 250 000	15,2 %
Sous-total Concert	23 994 492	75,4 %	47 887 154	86,5 %	34 440 920	67,1 %	57 530 010	77,7 %
Porteurs d'ORNANE	-	-	-	-	9 030 774	17,6 %	9 030 774	12,2 %
Salariés	70 712	0,2 %	141 229	0,3 %	70 712	0,1 %	141 229	0,2 %
Autres titres nominatif	154 890	0,5 %	284 402	0,5 %	154 890	0,3 %	284 402	0,4 %
Titres auto-détenus	562 608	1,8 %	-	-	562 608	1,1 %	-	-
Flottant	7 056 771	22,2 %	7 056 771	12,7 %	7 056 771	13,8 %	7 056 771	9,5 %
Total	31 839 473	100,0 %	55 369 556	100,0 %	51 316 675	100,0 %	74 043 186	100,0 %

Sources : Société et analyses FINEXSI

L'impact de la Restructuration (Hypothèse 2 et après conversion des ORNANE 2028) sur l'actionnariat, tel que présenté dans le tableau ci-avant, appelle de notre part les commentaires suivants :

- TIKEHAU ACE CAPITAL détiendrait 21,9% du capital de la Société s'il venait à souscrire au prix de 5,60 € par action à l'augmentation de capital lui étant réservée pour un montant de 58,5 M€ ;
- Le Concert formé par la SC MAILLARD ET FILS, Monsieur Jean-Claude MAILLARD et TIKEHAU ACE CAPITAL détiendrait, dès lors, 67,1% du capital ;

- Les porteurs d'ORNANE, après conversion de leurs obligations en actions FIGEAC AERO à échéance (*i.e.* octobre 2028), sur la base d'une parité de 1 obligation pour 3,4 actions, détiendraient 17,6% du capital de la Société ;
- Le capital flottant ne représenterait plus que 13,8% de la Société contre 22,2% au 26 avril 2022, et 20,0% dans l'hypothèse théorique d'une conversion des ORNANE en octobre 2022 avec la parité initiale de 1 obligation pour 1 action (cf. §7.2.1).

Les modalités de l'Hypothèse 2 font état d'une dilution au capital de l'ordre de 38,0% par rapport à l'actionnariat actuel en date du 26 avril 2022 et de 31,3% par rapport à l'hypothèse théorique de conversion des ORNANE 2022 en octobre 2022 selon la parité initiale.

De la même façon que dans l'Hypothèse 1, il convient de rappeler que cette dilution en capital trouve sa contrepartie dans l'augmentation des capitaux propres, comme présenté ci-avant.

7.3 Incidence de la Restructuration sur la situation des actionnaires en termes de création de valeur théorique

Nous présentons ci-après, la simulation de l'impact théorique de la Restructuration sur le patrimoine des actionnaires.

Pour ce faire, nous avons simulé l'incidence de la Restructuration sur le patrimoine des actionnaires selon un prix de revient correspondant à différents niveaux du cours de bourse, et selon différents scénarios de conversion en actions ou de remboursement en numéraire des ORNANE 2028 (de 0% à 100%).

Notre analyse a consisté à comparer, en fonction de ces différents scénarios, l'évolution entre le patrimoine pré-Restructuration des actionnaires reflété par la valorisation boursière de la Société qui présente un caractère liquide comme indiqué ci-avant, et leur patrimoine théorique post-Restructuration constitué de la valeur des actions détenues dans le capital de la Société au regard de la mise en œuvre des différentes opérations susmentionnées.

Il est rappelé que le nombre d'actions composant le capital à l'issue de la Restructuration évoluerait en fonction du choix de remboursement en numéraire ou en actions des ORNANE 2028 à la main des porteurs. Nous rappelons que les actionnaires ne disposent d'aucun instrument leur permettant de participer à la Restructuration, bien que ces derniers bénéficient du reprofilage de la dette bancaire et de la mise en place de nouveaux financements permettant de disposer de nouvelles liquidités.

L'analyse a été menée sur la base de deux références de valorisation pour l'actionnaire existant, soit le cours de bourse à la clôture du 8 septembre 2021 (5,40 €) précédant l'annonce du premier accord avec TIKEHAU ACE CAPITAL, et le CMPV 3 mois du 5 avril 2022 (6,04 €⁵⁸), avant l'annonce des nouvelles modalités de l'accord sur l'aménagement de la structure financière, étant rappelé que la rotation du capital sur cette dernière période représente 15,8% du flottant.

⁵⁸ Période présentant le cours moyen le plus élevé (cf. Tableau 12).

7.3.1 Sur la base du cours de bourse du 8 septembre 2021

Sur la base des hypothèses décrites ci-avant, la situation théorique des actionnaires après l'ensemble des étapes de la Restructuration (Hypothèse 1) se présenterait comme suit en considérant un patrimoine pré-Restructuration déterminé par référence à une valeur par action de 5,40 €, soit le cours de clôture du 8 septembre 2021.

Tableau 26 - Evolution théorique du patrimoine des actionnaires après Restructuration (Hypothèse 1) avec une référence au cours de clôture du 8 septembre 2021

En €	% de conversion en actions des ORNANE 2028				
	100%	75%	50%	25%	0%
Nombre d'actions composant le capital social	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473
Retraitement de l'autocontrôle	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)
Nombre d'actions avant Restructuration (au 26 avril 2022)	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865
Cours de bourse Spot au 8 septembre 2021 (€/action)	5,40 €	5,40 €	5,40 €	5,40 €	5,40 €
Valeur des fonds propres avant Restructuration	168 895 071	168 895 071	168 895 071	168 895 071	168 895 071
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	53 499 998	53 499 998	53 499 998	53 499 998	53 499 998
Nombre d'actions émises	9 553 571	9 553 571	9 553 571	9 553 571	9 553 571
Prix de souscription (€/action)	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €
Conversion des ORNANE 2028	68 272 651	51 204 489	34 136 326	17 068 163	-
Nombre d'actions émises	9 030 774	6 773 081	4 515 387	2 257 694	-
Prix de conversion (€/action)	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €
Rachat partiel des ORNANE 2022 après impôts	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380
Valeur des fonds propres après Restructuration	291 706 100	274 637 937	257 569 774	240 501 611	223 433 449
Nombre d'actions après Restructuration	49 861 210	47 603 517	45 345 823	43 088 130	40 830 436
Valeur post implicite (€/action)	5,85 €	5,77 €	5,68 €	5,58 €	5,47 €
Plus/(moins)-value des actionnaires	8,3%	6,8%	5,2%	3,4%	1,3%

Source : Analyses FINEXSI

Nous présentons ci-après la même évolution du patrimoine des actionnaires sur la base de l'Hypothèse 2 (i.e. une augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 58,5 M€) :

Tableau 27 - Evolution théorique du patrimoine des actionnaires après Restructuration (Hypothèse 2) avec une référence au cours de clôture du 8 septembre 2021

En €	% de conversion en actions des ORNANE 2028				
	100%	75%	50%	25%	0%
Nombre d'actions composant le capital social	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473
Retraitement de l'autocontrôle	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)
Nombre d'actions avant Restructuration (au 26 avril 2022)	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865
Cours de bourse Spot au 8 septembre 2021 (€/action)	5,40 €	5,40 €	5,40 €	5,40 €	5,40 €
Valeur des fonds propres avant Restructuration	168 895 071	168 895 071	168 895 071	168 895 071	168 895 071
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	58 499 997	58 499 997	58 499 997	58 499 997	58 499 997
Nombre d'actions émises	10 446 428	10 446 428	10 446 428	10 446 428	10 446 428
Prix de souscription (€/action)	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €
Conversion des ORNANE 2028	68 272 651	51 204 489	34 136 326	17 068 163	-
Nombre d'actions émises	9 030 774	6 773 081	4 515 387	2 257 694	-
Prix de conversion (€/action)	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €
Rachat partiel des ORNANE 2022 après impôts	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380
Valeur des fonds propres après Restructuration	296 706 099	279 637 936	262 569 774	245 501 611	228 433 448
Nombre d'actions après Restructuration	50 754 067	48 496 374	46 238 680	43 980 987	41 723 293
Valeur post implicite (€/action)	5,85 €	5,77 €	5,68 €	5,58 €	5,47 €
Plus/(moins)-value des actionnaires	8,3%	6,8%	5,2%	3,4%	1,4%

Source : Analyses FINEXSI

Sur ces bases théoriques, le patrimoine des actionnaires pourrait s'apprécier favorablement, entre +1,3% et +8,3% en fonction des hypothèses, dans la mesure où le prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL et le prix de conversion des ORNANE 2028 seraient relatifs par rapport au prix de revient de 5,40 €.

7.3.2 Sur la base du CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022

Sur la base des hypothèses décrites ci-avant, la situation théorique des actionnaires après l'ensemble des étapes de la Restructuration (Hypothèse 1) se présenterait comme suit en considérant un patrimoine pré-Restructuration déterminé par référence à une valeur par action de 6,04€, correspondant au CMPV 3 mois précédent le 5 avril 2022, date d'annonce du nouvel accord.

Tableau 28 - Evolution théorique du patrimoine des actionnaires après Restructuration (Hypothèse 1) avec une référence au CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022

En €	% de conversion en actions des ORNANE 2028				
	100%	75%	50%	25%	0%
Nombre d'actions composant le capital social	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473
Retraitement de l'autocontrôle	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)
Nombre d'actions avant Restructuration (au 26 avril 2022)	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865
CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022	6,04 €	6,04 €	6,04 €	6,04 €	6,04 €
Valeur des fonds propres avant Restructuration	188 829 404	188 829 404	188 829 404	188 829 404	188 829 404
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	53 499 998	53 499 998	53 499 998	53 499 998	53 499 998
<i>Nombre d'actions émises</i>	<i>9 553 571</i>	<i>9 553 571</i>	<i>9 553 571</i>	<i>9 553 571</i>	<i>9 553 571</i>
<i>Prix de souscription (€/action)</i>	<i>5,60 €</i>	<i>5,60 €</i>	<i>5,60 €</i>	<i>5,60 €</i>	<i>5,60 €</i>
Conversion des ORNANE 2028	68 272 651	51 204 489	34 136 326	17 068 163	-
<i>Nombre d'actions émises</i>	<i>9 030 774</i>	<i>6 773 081</i>	<i>4 515 387</i>	<i>2 257 694</i>	<i>-</i>
<i>Prix de conversion (€/action)</i>	<i>7,56 €</i>	<i>7,56 €</i>	<i>7,56 €</i>	<i>7,56 €</i>	<i>7,56 €</i>
Rachat partiel des ORNANE 2022 après impôts	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380
Valeur des fonds propres après Restructuration	311 640 433	294 572 270	277 504 107	260 435 944	243 367 782
Nombre d'actions après Restructuration	49 861 210	47 603 517	45 345 823	43 088 130	40 830 436
<i>Valeur post implicite (€/action)</i>	<i>6,25 €</i>	<i>6,19 €</i>	<i>6,12 €</i>	<i>6,04 €</i>	<i>5,96 €</i>
Plus/(moins)-value des actionnaires	3,5%	2,5%	1,4%	0,1%	-1,3%

Source : Analyses FINEXSI

Nous présentons ci-après la même évolution du patrimoine des actionnaires sur la base de l'Hypothèse 2 (*i.e.* une augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL pour un montant de 58,5 M€) :

Tableau 29 - Evolution théorique du patrimoine des actionnaires après Restructuration (Hypothèse 2) avec une référence au CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022

En €	% de conversion en actions des ORNANE 2028				
	100%	75%	50%	25%	0%
Nombre d'actions composant le capital social	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473	31 839 473
Retraitement de l'autocontrôle	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)	(562 608)
Nombre d'actions avant Restructuration (au 26 avril 2022)	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865	31 276 865
CMPV 3 mois précédant le 5 avril 2022	6,04 €	6,04 €	6,04 €	6,04 €	6,04 €
Valeur des fonds propres avant Restructuration	188 829 404	188 829 404	188 829 404	188 829 404	188 829 404
Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	58 499 997	58 499 997	58 499 997	58 499 997	58 499 997
<i>Nombre d'actions émises</i>	10 446 428	10 446 428	10 446 428	10 446 428	10 446 428
<i>Prix de souscription (€/action)</i>	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €	5,60 €
Conversion des ORNANE 2028	68 272 651	51 204 489	34 136 326	17 068 163	-
<i>Nombre d'actions émises</i>	9 030 774	6 773 081	4 515 387	2 257 694	-
<i>Prix de conversion (€/action)</i>	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €	7,56 €
Rachat partiel des ORNANE 2022 après impôts	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380	1 038 380
Valeur des fonds propres après Restructuration	316 640 432	299 572 269	282 504 106	265 435 944	248 367 781
Nombre d'actions après Restructuration	50 754 067	48 496 374	46 238 680	43 980 987	41 723 293
<i>Valeur post implicite (€/action)</i>	6,24 €	6,18 €	6,11 €	6,04 €	5,95 €
Plus/(moins)-value des actionnaires	3,3%	2,3%	1,2%	0,0%	-1,4%

Source : Analyses FINEXSI

Sur ces bases théoriques et dans le cas d'une conversion totale (100%) des ORNANE 2028 en actions FIGEAC AERO, le patrimoine des actionnaires pourrait s'apprécier toujours favorablement, entre +3,3% et +3,5% en fonction de l'Hypothèse 1 ou 2. À partir d'un scénario où la Société rembourserait 75% des ORNANE 2028 en numéraire (*i.e.* 25% de conversion des ORNANE 2028 en actions FIGEAC AERO), la Restructuration pourrait devenir dilutive pour les actionnaires, à partir d'une référence de cours de 6,04 €.

Ainsi, sur la base des hypothèses retenues, les simulations réalisées de la Restructuration ne traduisent pas de dilution ou de relation significative pour les actionnaires de FIGEAC AERO.

7.4 Incidence de la Restructuration sur la situation des porteurs d'ORNANE en termes de création de valeur théorique

À titre informatif, nous présentons ci-après une analyse de la création de valeur pour les porteurs d'ORNANE, similaire à celle réalisée pour les actionnaires.

Les porteurs d'ORNANE 2022 ont l'opportunité de se faire racheter tout ou partie de leurs obligations au prix unitaire de 23,92 € pour un montant maximum de 18,6 M€. Nous rappelons que dans l'hypothèse où les demandes de rachat formulées par les porteurs viendraient à être supérieures à ce montant, toutes les demandes reçues seront réduites proportionnellement à ce montant afin de respecter l'égalité de traitement entre l'ensemble des porteurs.

Prenons l'exemple d'un porteur qui dispose de 100 ORNANE 2022. Nous présentons ci-après l'effet théorique de la Restructuration sur son patrimoine en fonction de la proportion de son encours rachetée ou non par la Société.

Tableau 30 - Evolution du patrimoine d'un porteur disposant initialement de 100 ORNANE 2022

En €	Proportion de rachat partiel d'ORNANE 2022 et proportion de conversion en actions des ORNANE 2028				
	100%	75%	50%	25%	0%
Rachat partiel des ORNANE 2022	2 392	1 794	1 196	598	-
Intérêts courus sur ORNANE 2022 (2017-2022)	116	116	116	116	116
Remboursement en actions au titre des ORNANE 2028 (actualisé)	-	381	508	381	-
<i>Valeur intrinsèque (DCF post Restructuration)</i>	6,54 €	6,54 €	6,54 €	6,54 €	6,54 €
Remboursement en numéraire au titre des ORNANE 2028 (actualisé)	-	147	587	1 321	2 349
<i>Valeur nominale de l'ORNANE 2028 (€/action)</i>	25,72 €	25,72 €	25,72 €	25,72 €	25,72 €
Intérêts sur ORNANE 2028 (2022-2028)	-	64	129	193	258
Total perçu par le porteur	2 508	2 502	2 535	2 609	2 722
Plus/(moins)-value du porteur	-2,5%	-2,7%	-1,4%	1,4%	5,8%

Source : analyses FINEXSI

Cette analyse appelle les commentaires suivants de notre part :

Prenons l'exemple d'un porteur qui se fait racheter 100% de ses ORNANE 2022 : il perçoit 2 392 € (100 x 23,92 €) en numéraire ainsi que les intérêts courus pour 116 € au taux de 1,125%, étant précisé que le prix de 23,92 € comprend le coupon de la dernière année (1,125% x 4 années x l'investissement initial de 2 572 € = 116 €), soit un total de 2 508 €, extériorisant une moins-value de 2,5% par rapport à son investissement initial de 2 572 €.

Dans le cas d'un porteur qui se fait racheter 50% de ses ORNANE 2022 : il perçoit 1 196 € ($50 \times 23,92$ €) en numéraire ainsi que les intérêts courus pour 116€ (cf. ci-avant). Par ailleurs, s'il se fait rembourser en actions la moitié des 50 ORNANE 2028 qu'il détient, il percevra l'équivalent de 508 € sur la base de la valeur centrale de l'action FIGEAC AERO post Restructuration, telle qu'elle ressort de notre DCF présenté ci-avant ($3,4 \text{ actions} \times 6,54 \text{ €} \times 25 \times \text{le coefficient d'actualisation de } 0,91$). Il percevra également 587 € en numéraire pour les 25 autres ORNANE 2028 ($25 \times 25,72 \text{ €} \times 0,91$) ainsi que les intérêts pour un montant de 129 € pour la période de 6 ans au taux de 1,75% ($1,75\% \times 6 \text{ années} \times 25 \text{ ORNANE } 2028 \times 25,72 \text{ €} \times \text{taux d'actualisation de l'année correspondante}$). Il percevra donc un total de 2 534 €, extériorisant une moins-value de 1,4% par rapport à son investissement initial de 2 572 €.

Dans le cas d'un porteur qui se fait racheter 0% de ses ORNANE 2022 : il perçoit les intérêts courus pour 116 € (cf. ci-avant). Par ailleurs, s'il se fait rembourser la totalité de ses ORNANE 2028 en numéraire, alors il percevra également 2 349 € ($100 \times 25,72 \text{ €} \times 0,91$) ainsi que les intérêts pour un montant de 258 € pour la période de 6 ans au taux de 1,75% ($1,75\% \times 6 \text{ années} \times 100 \text{ ORNANE } 2028 \times 25,72 \text{ €} \times \text{taux d'actualisation de l'année correspondante}$). Il percevra donc un total de 2 722 €, extériorisant une plus-value de 5,8% par rapport à son investissement initial de 2 572€.

Dès lors, suivant les hypothèses de rachat partiel et de conversion en actions des ORNANE 2028, les simulations ne font pas ressortir de relation ou dilution significative pour les porteurs d'ORNANE. Sur ces bases, nous n'identifions pas d'éléments venant remettre en cause l'équité de traitement entre les actionnaires et les porteurs d'ORNANE.

8. Analyse des accords connexes

8.1 Cession de titres par Monsieur Jean-Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL

Le prix de rachat des actions de Monsieur Jean-Claude MAILLARD étant identique au prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, celui-ci n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2 Emission d'obligations souscrites par TIKEHAU ACE CAPITAL

En ce qui concerne l'emprunt obligataire auquel TIKEHAU ACE CAPITAL s'est engagé à souscrire (pour 10 M€ pouvant être tiré jusqu'à 40 M€ à la main de la Société), il convient de relever que le taux d'intérêt annuel de 12% se situe dans le haut des fourchettes de taux négociés dans des contextes comparables. En effet, si l'on retient une hypothèse conservatrice de notation⁵⁹ CCC de la dette de la Société avant Restructuration, le *spread* de crédit CCC-AAA ressortirait inférieur à 12% (entre 7% et 9%⁶⁰). À l'inverse, si l'on se réfère à des restructurations de dettes récentes, les taux pratiqués encadrent le taux de 12%.

8.3 Pacte d'actionnaires

Nous avons analysé le projet de pacte d'actionnaires établi entre TIKEHAU ACE CAPITAL, MAILLARD ET FILS et Monsieur Jean Claude MAILLARD, qui appelle les commentaires suivants de notre part.

8.3.1 Gouvernance

La réalisation de la Restructuration s'accompagnerait d'un changement dans la composition du Conseil d'administration de la Société qui lui permettrait de s'enrichir de compétences supplémentaires et indépendantes et de tenir compte de la nouvelle structure actionnariale du Groupe. En effet, le Conseil d'administration sera composé de huit membres, incluant :

- Deux membres désignés sur proposition de TIKEHAU ACE CAPITAL ;
- Quatre membres désignés sur proposition de Monsieur Jean Claude MAILLARD, dont l'un assumera les fonctions de président du Conseil d'administration ; et
- Deux administrateurs indépendants choisis d'un commun accord par TIKEHAU ACE CAPITAL et la famille MAILLARD.

Il est à noter que Monsieur Jean Claude MAILLARD resterait Président Directeur Général de la Société.

⁵⁹ Nous rappelons que la dette de la Société n'est pas notée par les agences de crédit avant Restructuration.

⁶⁰ Source : CAPITAL IQ.

8.3.2 Engagements de conservation

Nous rappelons que TIKEHAU ACE CAPITAL a pris l'engagement de conserver ses actions FIGEAC AERO directement et indirectement, jusqu'à l'expiration d'une période de 18 mois à compter de la date de règlement-livraison des actions nouvelles émises dans le cadre de l'augmentation de capital lui étant réservée, à l'exception de toute cession ne représentant pas de manière cumulée plus de 1% du capital de la Société sur 12 mois glissants.

De la même manière, Monsieur Jean-Claude MAILLARD a pris un engagement identique à l'égard de TIKEHAU ACE CAPITAL.

Ces engagements de conservation ne contiennent aucune disposition susceptible de remettre en cause le caractère équitable de la Restructuration d'un point de vue financier et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.3.3 Droit de cession forcée

À l'issue d'un délai de quatre ans à compter de la date du pacte d'actionnaires, et dans l'éventualité où une offre d'acquisition totale serait acceptée par les actionnaires majoritaires (*i.e.* MAILLARD ET FILS et Monsieur Jean Claude MAILLARD), ces derniers pourront mettre en œuvre un droit de cession forcée de l'ensemble des titres détenus par TIKEHAU ACE CAPITAL sous réserve de certaines modalités.

En effet, ce droit de cession forcée ne pourrait être exercé que si la quote-part du prix net offert par un tiers investisseur et reçue par TIKEHAU ACE CAPITAL fait ressortir un encaissement cible supérieur ou égal à deux fois l'investissement de ce dernier (*i.e.* multiple de 2x). Dans l'hypothèse où ce prix ne serait pas suffisant pour que l'encaissement cible de TIKEHAU ACE CAPITAL soit supérieur ou égal à deux fois son investissement, alors MAILLARD ET FILS et Monsieur Jean Claude MAILLARD auront la possibilité, en contrepartie de la mise en œuvre du droit de cession forcée, de payer à TIKEHAU ACE CAPITAL un complément de prix d'un montant permettant d'atteindre ce multiple de 2x.

La cession forcée des titres détenus par TIKEHAU ACE CAPITAL trouve sa contrepartie dans l'existence d'une garantie de plus-value de cession, dont ce dernier pourrait bénéficier en cas d'offre d'acquisition totale et à l'issue d'un délai de quatre ans, mais dont la mise en œuvre reste à la main des actionnaires majoritaires.

Les conditions du pacte d'associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable de la Restructuration d'un point de vue financier.

Par ailleurs, il nous a été confirmé qu'il n'existe pas d'autres accords entre TIKEHAU ACE CAPITAL et les actionnaires majoritaires, que ceux mentionnés ci-avant.

Ainsi, l'examen des accords connexes présentés ci-avant, à savoir i) la cession de titres par Monsieur Jean Claude MAILLARD à TIKEHAU ACE CAPITAL, ii) l'émission d'obligations souscrites par ce dernier, et iii) le pacte d'actionnaires, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'augmentation de capital réservée.

9. Conclusion

Le groupe FIGEAC AERO a été confronté à une baisse significative de son activité en raison de la crise sanitaire qui a particulièrement touché le secteur aéronautique. Le rebond économique que connaît le secteur ne permet cependant pas à la Société de faire face à l'échéance du remboursement de ses ORNANE située en octobre 2022.

Dans ce contexte de nécessaire restructuration financière du Groupe, la Société a bénéficié d'un *mandat ad hoc* obtenu en juillet 2021 et s'est rapprochée de ses partenaires financiers afin de discuter d'un scénario de renforcement des fonds propres, de rééchelonnement des financements existants et d'obtention de nouvelles liquidités, et la Restructuration a également vu intervenir le Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (CIRI).

Ces discussions ont abouti à la conclusion d'un accord, annoncé le 9 septembre 2021, prévoyant notamment l'entrée de TIKEHAU ACE CAPITAL à son capital au travers d'une augmentation de capital réservée. Les discussions se sont poursuivies avec les autres partenaires financiers, y compris les porteurs d'ORNANE, et de nouvelles conditions ont été annoncées le 5 avril 2022 au travers d'un accord sur l'aménagement de la structure financière de la Société, dont les modalités sont précisées dans le présent rapport.

Ce plan de restructuration financière qui s'est mis au point vise notamment (i) un renforcement des fonds propres au moyen d'une augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL entre 53,5 M€ et 58,5 M€ au prix d'émission de 5,60 € par action, ainsi que la souscription par ce dernier à un emprunt obligataire de 10 M€ au taux annuel de 12% et de maturité 6,5 ans, (ii) un reprofilage de la dette bancaire avec une nouvelle courbe d'amortissement des emprunts à échéance court et moyen terme, repoussant le terme à septembre 2028, en contrepartie d'une augmentation de taux de 62,5 points de base, (ii) la mise en place de nouveaux financements pour un montant de 98 M€ dont 66 M€ de PGE, et (iii) l'aménagement des termes des ORNANE prévoyant un rachat partiel de 20 M€ à un prix décoté de 7% et un report d'échéance au 18 octobre 2028 pour le solde. L'objectif est de revenir à un niveau de levier financier supportable et à une structure financière permettant à la Société de couvrir ses besoins de trésorerie à moyen terme et de poursuivre la mise en œuvre de son plan stratégique « Road to 25 ».

Pour apprécier le caractère équitable du prix de souscription à l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritères de FIGEAC AERO et procédé aux calculs de dilution et de retour sur investissement pour l'actionnaire. Cette valorisation théorique intègre l'incidence de la restructuration financière et l'apport des financements nécessaires, mais elle suppose également que les prévisions établies par le Management se réalisent sans aléa majeur, ces deux points conditionnant donc la continuité d'exploitation du Groupe.

Les travaux, décrits dans le présent rapport sur la valorisation du Groupe et l'examen des conditions financières de la Restructuration, appellent de notre part les principales remarques suivantes :

- Les modalités de l'augmentation de capital réservée de 53,5 M€ (i.e. Hypothèse 1) font état d'une dilution au capital de l'ordre de 36,9% par rapport à l'actionnariat actuel en date du 26 avril 2022, et de 30% par rapport à l'hypothèse théorique de conversion des ORNANE 2022 en octobre 2022 selon la parité initiale. Cette dilution en capital est la contrepartie d'un renforcement des capitaux propres de la Société d'un montant de 53,5 M€ ;
- Dans le cadre de la mise en œuvre de l'augmentation de capital réservée de 58,5 M€ (i.e. Hypothèse 2), la dilution serait de l'ordre de 38,0% par rapport à l'actionnariat en date du 26 avril 2022 et de 31,3% par rapport à l'hypothèse théorique de conversion des ORNANE 2022 en octobre 2022 selon la parité initiale. Cette dilution en capital est la contrepartie d'un renforcement des capitaux propres de la Société d'un montant de 58,5 M€ ;
- L'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL sera réalisée sur la base d'un prix de souscription de 5,60 € par action, cohérent avec les références boursières avant les deux annonces de l'Opération, lesquelles encadrent ce prix de souscription. De plus, ce dernier est identique au prix de rachat d'actions FIGEAC AERO à Monsieur Jean Claude MAILLARD par TIKEHAU ACE CAPITAL ;
- La valorisation théorique de l'action FIGEAC AERO post-Restructuration ressort entre 6,11 € et 7,33 € résultant de l'approche DCF retenue à titre principal ;
- Sur la base des hypothèses retenues, les simulations réalisées de l'Opération ne traduisent pas de dilution ou relution de valeur significative ni pour l'actionnaire, ni pour le porteur d'ORNANE ;
- L'examen des accords connexes n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'augmentation de capital réservée.

Dans ce contexte, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de la Restructuration sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 6 mai 2022

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Olivier COURAU
Associé



Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexes

10. Annexes

10.1 Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & 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 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourellier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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 75 k€, 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 données sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération et échanges avec le management de la Société
- 5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
- 7 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de FIGEAC AERO qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour FIGEAC AERO, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse (incluant l'analyse de la liquidité, volatilité) ;
 - L'examen de la performance financière historique de FIGEAC AERO notamment pendant la crise de la Covid-19 ;
 - L'analyse des comptes et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;

- L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'analyse des objectifs de cours publiés par les analystes suivant le titre FIGEAC AERO ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- 8 -** Afin d'apprécier le caractère équitable des modalités financières de la Restructuration, nos travaux ont également intégré les analyses suivantes :
- L'examen du positionnement du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à TIKEHAU ACE CAPITAL ;
 - L'analyse de l'impact de l'opération sur la situation de l'émetteur et des actionnaires existants selon les différents scénarii possibles ;
 - L'examen de la dilution induite en fonction des modalités des instruments donnant accès aux capital et selon les différents scénarii possibles ;
 - L'analyse de la dilution/reunion théorique en valeur pour les actionnaires existants et les porteurs d'ORNANE.
- 9 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société
- 10 -** Revue indépendante
- 11 -** Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude

19 novembre 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de FIGEAC AERO
14 avril 2022	Réunions de travail avec le management, DELOITTE, TIKEHAU ACE CAPITAL sur la stratégie globale, le plan d'affaires et les modalités de la Restructuration
Avril 2022	Réunions de travail avec la direction financière de la Société
28 avril et 2 mai 2022	Présentation de nos travaux au management de la Société
28 avril – 5 mai 2022	Revue qualité de notre rapport
5 et 6 mai 2022	Obtention des lettres d'affirmation
6 mai 2022	Remise de l'attestation d'équité

Liste des principales personnes rencontrées ou contactéesFIGEAC AÉRO

- Monsieur Jean-Claude MAILLARD, Président Directeur Général ;
- Monsieur Joel MALLEVIALE, Directeur Administratif et Financier ;
- Camille TRAINEAU, VP Corporate Développement, IR & Public Affairs ;

DELOITTE

- Monsieur Christophe GUERNER, Partner Restructuring ;
- Monsieur Mohamed SALMY, Experienced Manager Restructuring ;
- Monsieur Vène-Napha ABHAY, Assistant Manager Restructuring ;

MCDERMOTT WILL & EMERY (conseil juridique de la Société)

- Monsieur Nicolas LAFONT, Partner ;
- Monsieur Guillaume KELLNER, Partner ;

TIKEHAU ACE CAPITAL

- Monsieur Franck CREPIN, Managing Director ;
- Monsieur François-Joseph KHOURY, Director ;
- Monsieur Julien LAVAL, Analyst.

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par la société FIGEAC AERO

- Document financière relative à l'Opération (*Term Sheet* des ORNANE, saisine officielle des comités de crédit avec annexes, etc.) ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière de FIGEAC AERO ;
- Plan d'affaires 2022E - 2025E ;
- Note d'analystes avant et après annonce de l'Opération.

Informations de marché

- Communication financière de FIGEAC AERO sur les exercices 2016 à 2021 ;
- Communication de FIGEAC AERO relative à l'Opération (communiqué de presse, présentations investisseurs, etc.) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, DAMODARAN, DUFF & PHELPS.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires Messieurs Olivier PERONNET (Partner) et Olivier COURAU (Partner) ont notamment été assistés de Madame Adeline BURNAND (Senior Manager), Monsieur Salah-Eddine BENABDERRAZIK (Associate), Monsieur Arthur LANDES (Associate) ainsi que d'une équipe d'analystes.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.