

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

visant les actions de la société



initiée par



Présentée par



Conseillée par



Projet de note d'information conjointe aux sociétés Technofan et Safran

PRIX D'OFFRE :

245 euros par action Technofan

DUREE DE L'OFFRE :

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément à son règlement général.

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions de Technofan qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées à Safran à compter du jour de négociation suivant le jour de la clôture de l'offre, moyennant une indemnisation de 245 euros par action, nette de tous frais.



Le présent projet de note d'information conjointe a été déposé le 31 mai 2016 auprès de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 231-13 de son règlement général. Ce projet de note d'information conjointe a été établi et diffusé conjointement par Safran et Technofan conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-18 de son règlement général.

Cette offre et le projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Safran (www.safran-group.com/fr) et de Technofan (www.technofan.com/fr) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

- Safran, 2 boulevard du Général Martial Valin, 75015 Paris,
- Technofan, 10 place Marcel Dassault, 31700 Blagnac, et
- Banque Degroof Petercam France, 44 rue de Lisbonne, 75008 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Safran et de Technofan seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Contexte de l'Offre	4
1.2	Motifs de l'Offre	5
2.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	6
2.1	Termes de l'Offre.....	6
2.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	7
2.3	Modalités de l'Offre.....	7
2.4	Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait	8
2.5	Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris.....	8
2.6	Calendrier indicatif de l'Offre.....	9
2.7	Coûts et modalités de financement de l'Offre.....	9
2.8	Restrictions concernant l'Offre Publique de Retrait à l'étranger	10
2.9	Régime fiscal de l'Offre en France	11
3.	INFORMATIONS RELATIVES A TECHNOFAN.....	14
3.1	Structure du capital	14
3.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société.....	14
3.3	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert des Actions Technofan et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions Technofan.....	14
3.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	15
3.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers	15
3.6	Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des Actions Technofan et à l'exercice des droits de vote.....	15
3.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	15
3.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	15
3.9	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	16
4.	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE.....	16
4.1	Présentation de Technofan	16
4.2	Critères d'évaluation écartés et retenus.....	26
4.3	Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre	36
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	37
6.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TECHNOFAN	102
7.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIÉTÉ	103
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	104
8.1	Pour l'Initiateur	104
8.2	Pour la Société	104
8.3	Pour l'établissement présentateur de l'Offre.....	104

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Safran, société anonyme au capital de 83 405 917 euros, dont le siège social est sis 2 boulevard du Général Martial Valin, 75015 Paris, identifiée sous le numéro 562 082 909 RCS Paris (« **Safran** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Technofan, société anonyme au capital de 1 258 316 euros, dont le siège social est sis 10 place Marcel Dassault, 31700 Blagnac, identifiée sous le numéro 710 802 547 RCS Toulouse (« **Technofan** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») la totalité de leurs actions Technofan au prix de 245 euros par action.

Les actions Technofan (les « **Actions Technofan** ») sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code FR0000065450 (mnémonique TNFN).

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions Technofan, autres que celles détenues par Safran, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à Safran moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 245 euros par Action Technofan, nette de tous frais (l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire étant définis ensemble comme l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la présente Offre est présentée par Banque Degroof Petercam France (l'« **Etablissement Présentateur** »). L'Etablissement Présentateur garantit, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Technofan a procédé le 3 mai 2016 à la désignation du cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté et Madame Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit à la section 5 ci-après.

1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1 Historique de la participation de Safran dans Technofan

La Société a été acquise en 1989 par Labinal, elle-même rachetée par Snecma en 2000. Depuis 2005, date du rapprochement de Snecma et de Sagem, Technofan est détenue majoritairement par Safran. Depuis le 11 avril 2012 (cf. avis AMF n° 212C0525 du 20 avril 2012), date de la dernière acquisition par Safran d'Actions Technofan sur le marché, la détention de Safran a été portée à 598 663 Actions Technofan, représentant 95,15% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 629 158 actions et droits de vote, calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

A la demande de la Société, la cotation des Actions Technofan a été suspendue le 30 mai 2016 avant l'ouverture du marché dans l'attente de la publication d'un communiqué.

1.1.2 Répartition du capital de Technofan

A la connaissance de l'Initiateur, le capital social et, sur une base théorique, les droits de vote de Technofan sont répartis comme suit à la date du présent projet de note d'information conjointe :

Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote	% du capital	% des droits de vote
Safran	598 663	598 663	95,15	95,15
Autres actionnaires	30 495	30 495	4,85	4,85
Total	629 158	629 158	100	100

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Technofan.

1.2 Motifs de l'Offre

Compte tenu de la liquidité réduite des Actions Technofan, de l'absence de perspective d'appel au marché ainsi que des formalités induites par la cotation, l'Initiateur estime que la cotation de la Société sur le marché Euronext Paris n'est plus justifiée.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leur participation.

1.2.1 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

(a) Intentions relatives à la stratégie – orientations en matière d'activité

L'Initiateur n'entend modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze (12) prochains mois.

(b) Intentions en matière d'emploi

Cette opération n'entraîne aucun changement de contrôle et s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité et de continuité dans la gestion des ressources humaines de la Société. L'Initiateur n'anticipe donc pas d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Technofan en matière d'emploi et de politique salariale.

(c) Composition des organes sociaux et de la direction de Technofan

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le Conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Alain Sauret, Président du Conseil d'administration,
- Monsieur Bruno Bergoend, Directeur Général, administrateur,
- Madame Valérie Baillat, administrateur, et
- Monsieur André Guiraud, administrateur.

L'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, de modifier la forme sociale de la Société en la

transformant de société anonyme en société par actions simplifiée.

(d) Structure du groupe - perspective d'une fusion

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'Initiateur n'envisage pas d'absorber Technofan.

(e) Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.

(f) Synergies et gains économiques

A l'exception de l'économie de coûts liée à la radiation des Actions Technofan du marché Euronext Paris dans le cadre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du dépôt du projet d'Offre.

(g) Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société

L'Initiateur offre aux détenteurs d'Actions Technofan une liquidité immédiate dans un contexte de faible liquidité de l'Action Technofan. Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont précisés à la section 4 du présent projet de note d'information conjointe.

Le caractère équitable des conditions de l'Offre proposées aux actionnaires minoritaires est attesté par l'Expert Indépendant dans son rapport repris à la section 5 ci-après.

1.2.2 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A la connaissance de l'Initiateur et de la Société, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 31 mai 2016 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions Technofan non encore détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Technofan toutes les Actions Technofan visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 245 euros par Action Technofan, pendant une durée de dix (10) jours de négociation.

Les Actions Technofan qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 245 euros par Action Technofan, nette de tous frais, identique au prix de l'Offre Publique de Retrait.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur de l'Offre garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre

de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent projet de note d'information conjointe, Safran détient 598 663 Actions Technofan, représentant 95,15% du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 629 158 actions et droits de vote Technofan, calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur la totalité des Actions Technofan en circulation non détenues par l'Initiateur à la date de dépôt du projet d'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 30 495 Actions Technofan au 31 mai 2016, représentant 4,85% du capital et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 629 158 actions et droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe à la connaissance de l'Initiateur aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Technofan.

2.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 31 mai 2016. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe, tel que déposé auprès de l'AMF, est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur, de la Société, de Banque Degroof Petercam France, et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Safran (www.safran-group.com/fr) et de Technofan (www.technofan.com/fr).

En outre, un communiqué de presse conjoint comportant les principaux éléments du projet de note d'information conjointe sera diffusé le 31 mai 2016 et mis en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur et de la Société.

Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa du présent projet de note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, auprès de Safran et de Technofan. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Safran (www.safran-group.com/fr) et de Technofan (www.technofan.com/fr).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une durée de dix (10) jours de négociation. L'acquisition des Actions Technofan pendant l'Offre Publique de Retrait se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre du marché acheteur Banque Degroof Petercam SA, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur, au prix de 245 euros par Action Technofan.

Les Actions Technofan détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, pour répondre à l'Offre Publique de Retrait, les propriétaires d'Actions Technofan inscrites en compte nominatif devront demander, dans les plus brefs délais, au teneur du compte titres nominatif (CACEIS Corporate Trust, 14 rue Rouget de Lisle, 92130 Issy-les-Moulineaux Cedex 9), l'inscription de leurs Actions Technofan sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les Actions Technofan présentées à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les Actions Technofan apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions Technofan à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions Technofan (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. L'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

2.5 Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions Technofan qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 245 euros par Action Technofan, nette de tous frais, à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation, net de tous frais, a d'ores et déjà été versé sur un compte bloqué à cet effet auprès de Banque Degroof Petercam France, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, Banque Degroof Petercam France, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions Technofan de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions Technofan dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Banque Degroof Petercam France pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront

à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les Actions Technofan seront radiées du marché réglementé d'Euronext Paris à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait. Le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre concomitamment à la radiation de la cote des Actions Technofan.

2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre. Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

31 mai 2016	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne notamment sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note d'information conjointe
15 juin 2016	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe Mise à disposition du public et mise en ligne notamment sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information conjointe visée par l'AMF
Au plus tard le 17 juin 2016	Dépôt auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Safran et de Technofan Publication d'un avis financier informant de la mise à disposition de la note d'information conjointe visée et des documents susvisés
20 juin 2016	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
1 ^{er} juillet 2016	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
A compter du 4 juillet 2016	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions Technofan de Euronext Paris

2.7 Coûts et modalités de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des Actions Technofan visées par l'Offre représentera, sur la base du prix unitaire de l'Offre de 245 euros par Action Technofan, un investissement d'un montant maximum (hors frais liés à l'opération) de 7 471 275 euros.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais des conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 375 000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimé à 7 846 275 euros et sera financé par la trésorerie disponible de l'Initiateur.

2.8 Restrictions concernant l'Offre Publique de Retrait à l'étranger

L'Offre Publique de Retrait est faite exclusivement en France. Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destiné à être distribué dans les pays autres que la France.

Le présent projet de note d'information conjointe et tout autre document relatif à l'Offre Publique de Retrait ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégal ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre Publique de Retrait que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

La distribution du présent projet de note d'information conjointe et de tout document relatif à l'Offre Publique de Retrait et la participation à l'Offre Publique de Retrait peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

L'Offre Publique de Retrait n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre Publique de Retrait fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession du présent projet de note d'information conjointe doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Concernant les Etats-Unis, il est précisé que l'Offre Publique de Retrait n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes résidentes des Etats-Unis ou *US Persons* au sens du *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933, et aucune acceptation de cette Offre Publique de Retrait ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire et aucune copie du présent projet de note d'information conjointe, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information conjointe ou à l'Offre Publique de Retrait ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit (y compris, sans limitation, les transmissions par courrier électronique, courrier postal, télécopie, télex et téléphone). Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions Technofan à l'Offre Publique de Retrait s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent projet de note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre Publique de Retrait, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'est pas une personne se trouvant aux Etats-Unis ou *US Person* telle que définie au *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933 tel que modifié (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre Publique de Retrait ou a transmis son ordre de vente, et (iv) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres de vente qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre Publique de Retrait dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions sera réputée nulle. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par les Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.9 Régime fiscal de l'Offre en France

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel. Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française et/ou les tribunaux.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale conclue entre la France et cet Etat.

2.9.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

(a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession des Actions Technofan réalisées par les personnes physiques sont prises en compte pour la détermination du revenu net global et soumises dès le premier euro au barème progressif de l'impôt sur le revenu et aux contributions sociales.

Les plus-values sont déterminées par différence entre le prix proposé dans le cadre de l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des Actions Technofan.

En cas de détention des Actions Technofan pendant une certaine durée avant la cession, des abattements réduisent l'assiette imposable à l'impôt sur le revenu (sans pour autant réduire l'assiette soumise aux prélèvements sociaux) comme suit :

- détention de deux à moins de huit ans : taux d'abattement de 50% ; et
- détention depuis au moins huit ans : taux d'abattement de 65%.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession de Actions Technofan dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible).

L'apport d'Actions Technofan à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au regard des mêmes Actions Technofan.

(ii) Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession des Actions Technofan sont, en outre, assujetties aux contributions sociales sans application de l'abattement énoncé ci-avant.

Le taux des contributions sociales se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG »),
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »),
- 4,8% au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle, et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité :

Soit un taux global de prélèvements sociaux de 15,5%, la CSG étant déductible, à hauteur de 5,1% du revenu global imposable l'année de son paiement.

(iii) Autres contributions

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, en ce inclus les plus-values réalisées par le contribuable concerné, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 000 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500 000 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

(b) *Cas des Actions Technofan détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)*

Les personnes qui détiennent des Actions Technofan dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.9.2 Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des Actions Technofan sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33^{1/3}%) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38 120 euros et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 000 000 euros sont assujettis à une contribution exceptionnelle égale à 10,7% de l'impôt sur les sociétés dû (déterminé après imputation des déficits, moins-values reportables et application des abattements prévus par des régimes particuliers mais avant imputation des réductions, crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature) au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2016 (article 235 ter ZAA du CGI), soit un taux global de 38%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des Actions Technofan dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux applicable de la personne morale. Il est en outre précisé que l'apport des Actions Technofan à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions (plus-values de cession des titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré le cas échéant des contributions mentionnées ci-dessus, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.9.3 Actionnaires non-résidents fiscaux français

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'Actions Technofan par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors

de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve pour les entreprises que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France.

En outre, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les titulaires d'Actions Technofan non-résidents fiscaux français peuvent être imposés en France sur la plus-value de cession desdites Actions Technofan si les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés ont, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices. La plus-value de cession desdites Actions Technofan sera également imposable en France au taux forfaitaire de 75%, et ce quel que soit le pourcentage des droits détenus par le cédant, lorsque ce dernier est établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

En tout état de cause, les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.9.4 Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur les actions dépassent la gestion de portefeuille ou qui ont inscrit ces actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

3. INFORMATIONS RELATIVES A TECHNOFAN

3.1 Structure du capital

Au 31 mai 2016, le capital social de la Société s'élevait à 1 258 316 euros, divisé en 629 158 actions ordinaires d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

3.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.2.

Le dernier franchissement de seuil effectué conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce est celui effectué par l'Initiateur, le 20 avril 2012 ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.1.

A la suite de cette déclaration, l'AMF a publié le 20 avril 2012 un avis sous le numéro 212C0525.

3.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert des Actions Technofan et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions Technofan

L'article 10 des statuts de la Société prévoit que les Actions Technofan sont librement cessibles et transmissibles.

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital ou des droits de vote, l'article 13-A des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à détenir, directement ou indirectement, un nombre d'Actions Technofan représentant plus de 1% du capital ou des droits de vote, ou un multiple de 1 % du capital ou des droits de vote, est tenue, dans un délai de cinq jours à compter du franchissement de ce seuil de participation, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège

social, le nombre total d'Actions Technofan et de droits de vote qu'elle possède, ainsi que le nombre de titres donnant accès à terme au capital et les droits de vote qui y sont attachés.

En cas de non-respect de l'obligation statutaire d'information, les Actions Technofan excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 2% au moins du capital ou des droits de vote en feraient la demande lors d'une assemblée générale.

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

Aucune Action Technofan ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

3.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ces derniers

Néant.

3.6 Accords entre actionnaires dont la cible a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des Actions Technofan et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions Technofan et à l'exercice des droits de vote.

3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

3.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

A l'exception de la limite d'âge imposée aux membres du Conseil d'administration de la Société prévue à l'article 14-C des statuts et de l'obligation pour eux de posséder une action prévue à l'article 14-D des statuts, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil.

3.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

3.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

3.8.1 Délégations et autorisations financières accordées par l'assemblée générale des actionnaires

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de l'autorisation, donnée par les actionnaires lors de l'assemblée générale ordinaire du 11 mai 2016, d'opérer sur les Actions Technofan en application des dispositions de l'article L.225-209 du Code de commerce.

Ces rachats peuvent avoir les finalités suivantes :

- *conserver les Actions Technofan et les remettre ultérieurement en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de croissance externe ;*
- *procéder à l'animation du marché du titre dans le cadre d'un contrat de liquidité avec un*

prestataire de services d'investissement.

Les achats d'Actions Technofan, ainsi que les cessions ou transferts des Actions Technofan ainsi achetées, pourront être effectués en une ou plusieurs fois, à tout moment, sauf en période de préoffre et d'offre publique, dans les limites fixées par la réglementation en vigueur, et par tous moyens, sur le marché ou hors marché, notamment par négociation de blocs de titres pour tout ou partie du programme, et dans les limites suivantes :

- *le prix maximum d'achat est fixé à 155 € par action ;*
- *la Société ne pourra détenir, à tout moment, plus de 10% du nombre des actions composant le capital social, et le nombre d'actions acquises en vue de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport ne pourra excéder 5% du capital ;*
- *le coût global des achats d'actions ne pourra excéder 9,75 M€.*

Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois à compter de la date d'assemblée générale.

3.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou s'ils sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

4. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE

Les éléments d'appréciation du prix d'Offre de 245 euros par Action Technofan ont été préparés par Degroof Petercam Finance à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par l'Initiateur et la Société. Bien que Degroof Petercam Finance estime ces informations exactes, précises et sincères, ces dernières n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante et Degroof Petercam Finance ne donne aucune assurance ou garantie, expresse ou implicite, ni ne saurait accepter aucune responsabilité quant à l'exhaustivité et l'exactitude des informations figurant dans la présente section.

4.1 Présentation de Technofan

4.1.1 Présentation des activités de Technofan

Fondé en 1971, Technofan est un équipementier du secteur de la ventilation haute performance appliquée à l'aéronautique et l'armement. La Société conçoit, produit, commercialise et assure la réparation et la maintenance des systèmes de ventilation cabine, d'avionique, de régulation de pilotage et de refroidissement de freins pour avions commerciaux, hélicoptères et avions militaires.

Première PME française cotée sur l'USM (Unlisted Securities Market) de Londres en 1982, Technofan a été introduite au second marché de la Bourse de Bordeaux en 1986. La Société a été acquise en 1989 par Labinal¹, elle-même rachetée par Snecma² en 2000. Depuis 2005, date du rapprochement de Snecma

¹ Fondée en 1921 et intégrée depuis 2014 dans le pôle Labinal Power Systems aux côtés de Technofan, la société Labinal Power Systems (anciennement Labinal) est spécialisée dans les systèmes électriques aéronautiques.

² Fondée en 1945, Snecma (« Société nationale d'étude et de construction de moteurs d'aviation ») est spécialisée dans l'étude et la fabrication de moteurs pour l'industrie aéronautique et spatiale.

et de Sagem³, la Société est détenue majoritairement par Safran⁴. A ce jour, les actions Technofan sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris.

La Société détient des positions clés dans ses principaux domaines d'activité :

- « **Série / Première monte** » (ou « OEM⁵ ») : assemblage des équipements sous quatre unités de production autonomes (mécanique, électrique, rotors et sous-ensembles, retours clients) ;
- « **Retour Première monte** » (ou « Services on OEM ») : réparation des équipements de première monte ;
- « **Pièces détachées / Rechanges** » (ou « Spares ») : fourniture de pièces détachées et d'équipements de rechange nécessaires aux campagnes de *retrofit* et à la réparation des produits hors garantie à partir du siège de la Société situé à Blagnac, et à travers des sites agréés de support après-vente de Safran aux Etats-Unis (Technofan LLC⁶) et à Singapour (Safran Electronics Asia Pte Ltd) ;
- « **Maintenance / Réparation** » (ou « MRO⁷ ») : maintenance et réparation des produits hors garantie⁸ ;
- « **RTDI⁹** » : activité de développement des équipements et de recherche pour le compte de tiers avionneurs (développement de nouvelles technologies liées à la réduction du bruit et du poids notamment).

En 2015, la part du marché civil a représenté environ 85% du chiffre d'affaires de la Société contre 15% pour le marché militaire.

Technofan est positionné sur un secteur d'activité dont les principaux acteurs sont :

- Des systémiers tels qu'UTC Aerospace Systems, Honeywell et Liebherr, ayant une approche globale au niveau de l'« Air Management » ;
- Des équipementiers tels qu'Ametek-Rottron, AOA et LMB, spécialisés dans les équipements de ventilation.

La Société dispose d'un positionnement de « niche » face à ses concurrents. Sa part de marché dans les équipements de ventilation est estimée à 40% pour le segment des avions de plus de 100 places, 60% pour celui des avions turbopropulseurs, 20% pour celui des avions d'affaires et 35% pour le segment des hélicoptères¹⁰.

Parmi les clients de Technofan, figurent essentiellement :

- Des avionneurs, en ce compris Airbus (France), Dassault Aviation (France) ou Embraer (Brésil) ;
- Des systémiers, tels que Honeywell (Etats-Unis), Liebherr Aerospace (Allemagne) ou UTAS Nordmicro (Allemagne) ;
- Des stations de réparation, notamment Air France Industries (France) ou Lufthansa Technik (Allemagne).

³ Fondée en 1924, la société Sagem est spécialisée en électronique pour la défense, l'aéronautique et le spatial.

⁴ Fondé en 2005 à la suite du rapprochement de Snecma et Sagem, Safran est un groupe international de haute technologie, spécialisé dans la fourniture d'équipements pour l'aéronautique, l'espace, la défense et la sécurité.

⁵ Dans l'ensemble du document, « OEM » signifie « Original Equipment Manufacturer ».

⁶ Technofan LLC n'est plus intégré dans le périmètre de la Société depuis juin 2008. Néanmoins, cette dernière assure le contrôle opérationnel de Technofan LLC.

⁷ Dans l'ensemble du document, « MRO » signifie « Maintenance, Repair and Overhaul ».

⁸ Les activités « Pièces détachées / Rechanges » et « Maintenance / Réparation » correspondent à une activité d'après-vente de la Société.

⁹ Dans l'ensemble du document, « RTDI » signifie « Recherche et Technologie, Développement, Industrialisation ».

¹⁰ Source : Technofan.

La présence de Technofan auprès d'avionneurs sur de nouveaux programmes (livraison d'équipements pour l'Airbus A380 et A350 notamment) et auprès de compagnies aériennes via ses offres de contrats de services (réparation et fourniture de pièces détachées pour Qatar Airways notamment) conforte sa position sur le marché.

Depuis 2014, la Société est intégrée au sein de Labinal Power Systems, pôle industriel réunissant l'ensemble des activités électriques de Safran.

La Société compte environ 280 salariés à fin décembre 2015 et opère dans une centaine de pays.

4.1.2 Analyse des résultats historiques de Technofan

Le référentiel IFRS n'étant pas applicable à la Société qui ne produit pas de comptes consolidés, les rapports d'activité de Technofan sont préparés et publiés selon les normes comptables françaises. Dans la présente section, les principaux reclassements suivants ont été effectués par Degroof Petercam Finance sur la base des comptes publiés, afin de se rapprocher du référentiel IFRS :

- Les transferts de charges, qui correspondent à des coûts de R&T¹¹ refacturés auprès de Labinal Power Systems, ont été reclassés au sein du poste « Chiffre d'affaires » ;
- La participation des salariés a été reclassée au sein du poste « Charges de personnel » ;
- Le résultat exceptionnel a été reclassé au sein du poste « Autres produits et charges ».

4.1.2.1. Compte d'exploitation

L'évolution du chiffre d'affaires de Technofan sur la période 2010-2015 reflète avant tout la montée en puissance de nouveaux contrats et programmes, soutenue par des projets d'amélioration continue de sa performance industrielle (approche « Quick Response Quality Control ») et de sa chaîne logistique (projets « Lean »). La Société est également parvenue à maintenir son niveau de profitabilité opérationnelle au cours de la période, grâce à une maîtrise de sa structure de coûts.

Il convient de préciser que la Société n'a réalisé aucune opération de croissance externe sur la période étudiée.

¹¹ Dans l'ensemble du document, « R&T » signifie « Recherche et Technologie ».

Compte d'exploitation historique (2006-2015)

Au 31/12, en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires publié	48,2	48,0	47,0	45,1	43,4	52,0	71,2	77,3	83,5	86,0
Transferts de charges	-	-	-	-	-	-	-	0,0	2,0	4,9
Chiffre d'affaires retraité⁽¹⁾	48,2	48,0	47,0	45,1	43,4	52,0	71,2	77,4	85,5	90,8
% de croissance		(0,4%)	(2,1%)	(4,0%)	(3,9%)	19,8%	37,0%	8,7%	10,5%	6,3%
Production stockée	(0,5)	0,7	1,1	(1,0)	0,3	1,3	1,1	(0,2)	2,1	0,5
% du chiffre d'affaires	(1,0%)	1,4%	2,4%	(2,3%)	0,8%	2,5%	1,6%	(0,3%)	2,4%	0,5%
Consommations de l'exercice en provenance de tiers ⁽²⁾	(30,8)	(29,2)	(33,9)	(28,9)	(30,0)	(36,1)	(45,6)	(47,4)	(55,6)	(58,9)
% du chiffre d'affaires	(63,8%)	(60,8%)	(72,2%)	(64,0%)	(69,1%)	(69,5%)	(64,0%)	(61,3%)	(65,1%)	(64,8%)
Charges de personnel ⁽³⁾	(10,7)	(11,9)	(12,2)	(12,9)	(13,4)	(14,4)	(17,1)	(20,2)	(22,1)	(23,4)
% du chiffre d'affaires	(22,3%)	(24,8%)	(26,0%)	(28,5%)	(30,9%)	(27,8%)	(24,0%)	(26,2%)	(25,9%)	(25,8%)
Subventions d'exploitation ⁽⁴⁾	0,2	0,1	0,5	0,8	0,7	0,5	0,2	2,5	2,1	0,0
% du chiffre d'affaires	0,4%	0,3%	1,1%	1,8%	1,6%	1,0%	0,3%	3,2%	2,5%	0,0%
Impôts et taxes & versements assimilés	(1,2)	(1,4)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
% du chiffre d'affaires	(2,6%)	(2,9%)	(2,2%)	(2,5%)	(2,2%)	(2,0%)	(1,8%)	(1,8%)	(1,7%)	(1,5%)
Autres produits et charges ⁽⁵⁾	(0,0)	0,1	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,0)	0,1	(0,1)	(0,4)	0,3
% du chiffre d'affaires	(0,0%)	0,1%	(0,1%)	(0,2%)	(0,4%)	(0,1%)	0,1%	(0,2%)	(0,5%)	0,3%
Dotations nettes aux provisions sur actif circulant	(0,0)	0,4	(0,3)	(0,2)	(0,2)	0,2	(0,1)	0,6	0,3	(0,2)
% du chiffre d'affaires	(0,1%)	0,8%	(0,7%)	(0,5%)	(0,5%)	0,5%	(0,1%)	0,8%	0,3%	(0,3%)
EBITDA⁽⁶⁾	5,1	6,7	1,1	1,6	(0,4)	2,4	8,6	11,0	10,3	7,8
% du chiffre d'affaires	10,7%	14,0%	2,4%	3,6%	(0,8%)	4,7%	12,0%	14,2%	12,1%	8,5%
Dotations nettes aux amortissements & provisions ⁽⁷⁾	(0,6)	1,4	(1,0)	(1,8)	0,4	(1,9)	(3,6)	(4,4)	(1,0)	1,6
% du chiffre d'affaires	(1,3%)	3,0%	(2,2%)	(4,0%)	0,9%	(3,6%)	(5,0%)	(5,7%)	(1,1%)	1,7%
EBIT⁽⁸⁾	4,5	8,1	0,1	(0,2)	0,0	0,6	5,0	6,6	9,4	9,3
% du chiffre d'affaires	9,4%	17,0%	0,2%	(0,4%)	0,1%	1,1%	7,0%	8,6%	11,0%	10,3%

Sources : Société, Degroof Petercam Finance

Notes :

(1) Retraitement Degroof Petercam Finance.

(2) Le poste "Consommations de l'exercice en provenance de tiers" est composé des achats de matières premières, de marchandises, des variations de stocks de matières premières et d'approvisionnements ainsi que des services extérieurs.

(3) Le poste "Charges de personnel" intègre la participation des salariés (retraitement Degroof Petercam Finance).

(4) Le poste "Subventions d'exploitation" correspond aux subventions octroyées par l'Union européenne et par Safran dont a bénéficié la Société essentiellement sur la période 2013-2014. Suite à l'intégration de Technofan dans Labinal Power Systems en 2014, Safran ne procède plus au versement direct des subventions à la Société et cette dernière refacture ses coûts de R&T auprès de Labinal Power Systems.

(5) Le poste "Autres produits et charges" correspond au contrat de détachement d'un salarié de la Société, à la refacturation des prestations d'accueil, au paiement de pénalités dues à des retards clients ainsi qu'aux redevances sur brevets payées en France. Il intègre également les postes "Produits exceptionnels" et "Charges exceptionnelles" (retraitement Degroof Petercam Finance).

(6) Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (calcul Degroof Petercam Finance).

(7) Compte tenu du caractère significatif et non récurrent du poste "Dotations aux provisions pour risques et charges", celui-ci a été placé après l'EBITDA. Sur les exercices 2014 et 2015, Technofan a repris les provisions enregistrées à la suite d'un litige pour des retards de livraison.

(8) Earnings Before Interest and Taxes (calcul Degroof Petercam Finance).

a. Evolution du chiffre d'affaires

Les commentaires suivants relatifs à l'évolution du chiffre d'affaires par activité sont issus des éléments de reporting de Technofan destinés à sa maison-mère, Safran.

Entre 2010 et 2015, la Société a enregistré une croissance soutenue de son chiffre d'affaires (+15,9% en moyenne par an) qui s'explique principalement par un mix favorable entre ses différentes activités.

L'activité « **Série / Première monte** » a enregistré une croissance moyenne annualisée de 15,0% entre 2010 et 2015, du fait de :

- La reprise du secteur aéronautique en 2011, sur les segments des avions de plus de 100 places, des avions régionaux et des hélicoptères (chiffre d'affaires « Série / Première monte » 2011 en hausse de 26,4% par rapport à 2010) ;
- La signature de contrats majeurs sur la période :
 - En 2010, signature de plusieurs contrats dans un contexte d'opportunités réduites de nouvelles affaires, en ce compris la sélection de Technofan sur l'hélicoptère Agusta 149 pour les équipements de ventilation de l'Environmental Control System et la reconduction en exclusivité de certains équipements de ventilation sur les plateformes Eurocopter ;
 - En 2011, sélection de Technofan sur deux avions Single Aisle de nouvelle génération, pour la fourniture des équipements des systèmes de distribution d'air à Liebherr-Aerospace Toulouse ;
 - En 2012, signature d'un contrat relatif à l'équipement de refroidissement du calculateur du moteur LEAP de Snecma pour les applications Airbus A320 Neo et Comac C919 (chiffre d'affaires « Série / Première monte » 2012 en hausse de 27,0% par rapport à 2011) ;
 - En 2013, signature des contrats G7000/8000 avec Liebherr pour Bombardier et E-jet 2 pour Embraer (chiffre d'affaires « Série / Première monte » 2013 en hausse de 10,8% par rapport à 2012) ;
- La montée en cadence des programmes de livraison d'équipements de ventilation (ventilateurs, vannes, etc.), notamment sur le programme A350 et les programmes portant sur les avions ATR ou Airbus mono-couloir.

L'activité « **Pièces détachées / Rechanges** » a enregistré une croissance moyenne annualisée de 14,4% entre 2010 et 2015 du fait de :

- Deux campagnes de *retrofit* d'équipements ponctuelles de 2012 à 2014 :
 - La première sur les hélicoptères civils et militaires Agusta entre 2012 et 2013. En 2012, le chiffre d'affaires « Pièces détachées / Rechanges » a connu une croissance de 48,3% par rapport à 2011 ;
 - La seconde sur les vannes de peaux des avions mono-couloir Airbus de 2013 à 2014. En 2013, le chiffre d'affaires « Pièces détachées / Rechanges » a connu une croissance de 15,8% par rapport à 2012 ;
- Une forte progression des ventes de rechanges et de pièces détachées dans les trois zones Europe, Amérique et Asie.

L'activité « **Maintenance / Réparation** » a connu une croissance comparable à celle de l'activité « **Pièces détachées / Rechanges** » sur la période (croissance moyenne annualisée de 14,4% entre 2010 et 2015).

L'activité « **RTDI** » a enregistré une croissance moyenne annualisée de 11,5% entre 2010 et 2015 du fait de :

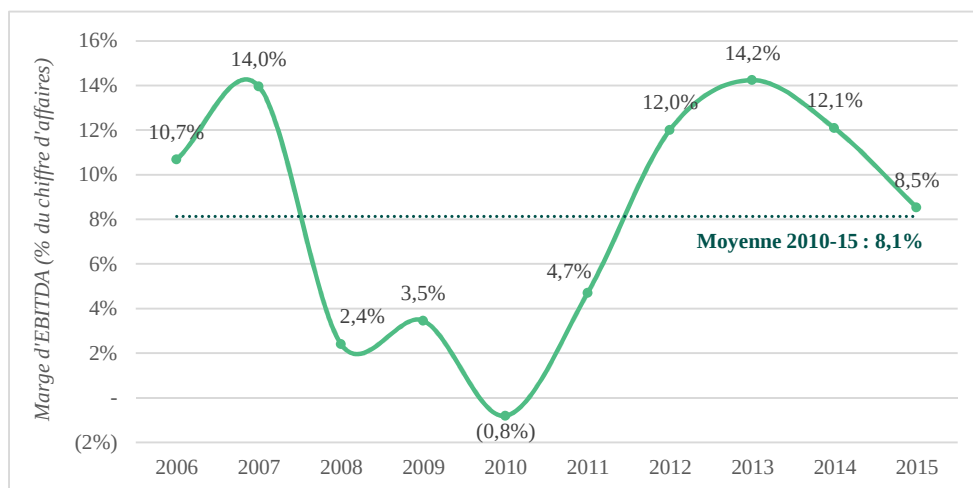
- La signature de nouveaux programmes de développement en 2012 portant sur les ventilateurs A350 et le calculateur du moteur LEAP développé par Fadec ;
- La qualification des ventilateurs A350 ainsi que la tenue des jalons et premiers prototypes des équipements destinés au moteur LEAP en 2014.

b. Évolution de la marge opérationnelle

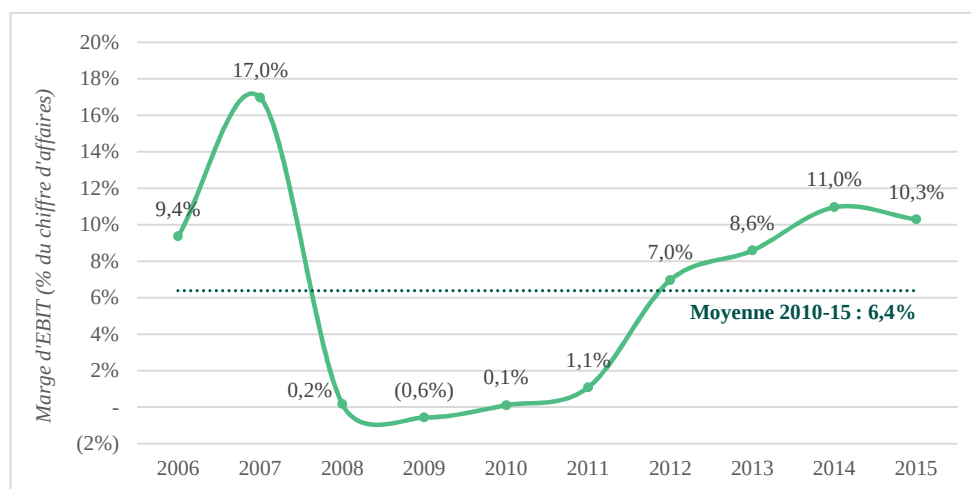
Les activités de Technofan sont caractérisées par des niveaux de marge brute relativement hétérogènes, l'activité d'après-vente étant plus profitable que l'activité de première monte.

Les marges ci-après ont pour dénominateur le chiffre d'affaires retraité par Degroof Petercam Finance.

Evolution de la marge d'EBITDA sur la période 2006-2015



Evolution de la marge d'EBIT sur la période 2006-2015



Le poids relatif de l'activité d'après-vente sur la période 2012-2014 tend à expliquer le niveau des marges opérationnelles de la Société, avec :

- Un pic de la marge d'EBITDA en 2013 à 14,2% du chiffre d'affaires ;
- Un pic de la marge d'EBIT en 2014 à 11,0% du chiffre d'affaires.

Il est précisé que ces pics de marges sont liés à des campagnes non récurrentes de *retrofit* d'équipements. A contrario, le niveau des marges opérationnelles de l'exercice 2015 témoigne du faible ratio après-vente vs. série, qui s'explique par la fin de la campagne de *retrofit* d'équipements de vannes de peaux.

4.1.2.2. Bilan économique

Au 31/12, en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Immobilisations nettes	3,2	2,7	3,5	3,6	5,6	8,1	8,1	7,8	8,1	8,6
Immobilisations incorporelles	0,9	0,1	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Immobilisations corporelles	2,4	2,6	2,7	3,0	5,2	7,8	7,9	7,7	7,9	8,3
Immobilisations financières ⁽¹⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Besoin en fonds de roulement	9,9	10,9	14,2	12,7	10,8	9,2	12,5	15,2	14,0	19,9
Actif économique	13,2	13,6	17,8	16,3	16,5	17,3	20,7	23,1	22,1	28,5
Capitaux propres ⁽¹⁾	38,7	37,6	31,7	31,8	32,8	33,4	16,4	18,7	21,1	18,4
Provisions	7,6	5,5	5,6	6,3	4,9	5,9	8,4	11,4	10,0	6,8
Dette financière nette	(33,2)	(29,4)	(19,5)	(21,8)	(21,3)	(22,0)	(4,2)	(7,0)	(9,1)	3,3
Dette financière brute	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,9	3,4	3,8	3,8	3,3
Trésorerie	(36,8)	(33,1)	(23,1)	(25,3)	(24,7)	(25,9)	(7,6)	(10,8)	(12,9)	(0,0)
Passif économique	13,2	13,6	17,8	16,3	16,5	17,3	20,7	23,1	22,1	28,5

Sources : Société, DegroofPetercam Finance

Note :

(1) Elimination des actions propres Technofan correspondant à une non-valeur, pour un montant de 1,0 M€ pour l'exercice 2006, 6,8 M€ pour l'exercice 2007, 5,8 M€ pour l'exercice 2008, 6,2 M€ pour les exercices 2009, 2010 et 2011 (retraitement DegroofPetercam Finance). En 2012, le conseil d'administration de la Société a procédé à l'annulation des 57 541 auto-détenues par Technofan.

Les immobilisations incorporelles correspondent essentiellement à des logiciels d'application que la Société utilise au sein de son bureau d'études, pour son ERP¹² et pour ses applicatifs « Qualité », étant précisé que la Société ne procède pas à la capitalisation de ses frais de développement qui sont enregistrés en charges, conformément aux normes françaises.

Les immobilisations corporelles correspondent principalement à des serveurs pour des logiciels d'application, des ordinateurs industriels du service « Essais » de la direction technique ainsi que divers mobiliers de bureau appartenant à la Société. En 2015, la croissance des immobilisations corporelles a accompagné la modernisation des outils logiciels métiers.

Sur la période 2010-2015, le BFR¹³ de la Société s'est inscrit dans une fourchette comprise entre 16,0% et 25,0% du chiffre d'affaires retraité. Il est précisé qu'à la clôture de l'exercice 2015, le BFR de Technofan est ressorti à 19,9 M€¹⁴, soit 21,9% du chiffre d'affaires retraité, un niveau supérieur à la moyenne historique compte tenu de la montée en cadence des nouveaux programmes ainsi que la présence de nouveaux clients asiatiques dans le portefeuille de la Société.

4.1.3 Analyse du plan d'affaires 2016-2019 de Technofan

Le plan d'affaires à périmètre constant établi par le management de Technofan s'inscrit dans le cadre du processus budgétaire de la Société. Le plan d'affaires a été constitué en juillet 2015 et mis à jour, une première fois, après la présentation du budget de l'année en cours, effectuée en septembre 2015 et une seconde fois, en mai 2016, après une mise à jour du budget 2016.

Le plan d'affaires 2016-2019 de Technofan est établi à partir d'une base IFRS, ajustée selon les règles de reporting interne au groupe Safran. Néanmoins, Degroof Petercam Finance, par souci d'homogénéité avec la période historique, a reclassé la participation des salariés au sein du poste « Charges de personnel ».

La croissance moyenne annualisée du chiffre d'affaires de 3,4% sur la période 2015-2019 résulte de :

- L'activité « **Série / Première monte** » portée par la mise en service de nouveaux avions, la montée en cadence des programmes A350 et LEAP qui atteindront leur niveau d'activité optimal en 2018-2019 ainsi que la croissance des flottes en Asie. Technofan prévoit de capter des parts de marché sur ce segment d'activité à horizon 2019 (croissance moyenne annualisée de 9,7% sur la période 2015-2019) ;
- L'activité « **Pièces détachées / Recharges** » en recul (décroissance moyenne annualisée de 1,7% sur la période 2015-2019), portée historiquement par des programmes de *retrofit* d'équipements sur lesquels la Société a peu de visibilité sur l'horizon du plan d'affaires, à l'exception d'une campagne de *retrofit* d'importance non significative sur l'A320 en 2019 ;
- L'activité « **Maintenance / Réparation** » en croissance moyenne annualisée de 3,7% sur la période 2015-2019 compte tenu de la mise en service de nouveaux avions et de la croissance des flottes en Asie.
- L'activité « **RTDI** » en décroissance moyenne annualisée de 38,2% sur la période 2015-2018 et devenant nulle en 2019, avec la fin des programmes en développement et une absence de visibilité sur les programmes à venir ;
- L'activité « **Autres** », correspondant principalement à la refacturation des coûts de R&T à Labinal Power Systems, en retrait, compte tenu de la rationalisation des dépenses de R&T réalisées par la Société sur l'horizon du plan d'affaires (décroissance moyenne annualisée de 34,6% sur la période 2015-2019).

¹² Enterprise Resource Planning.

¹³ Dans l'ensemble du document, « BFR » signifie « Besoin en fonds de roulement ».

¹⁴ Dans l'ensemble du document, « K€ » signifie « millier(s) d'euros », « M€ » signifie « million(s) d'euros », « Mds€ » signifie « milliard(s) d'euros ».

Il est précisé que Technofan bénéficie de la couverture de change de Safran¹⁵ de façon à sécuriser le taux de conversion des encaissements nets de la Société en dollar américain. A titre indicatif, le taux de couverture de 1 € = 1,25 \$ avait été retenu sur l'exercice 2015 et 72,2% du chiffre d'affaires avait été libellé en dollar américain¹⁶.

Les perspectives de l'évolution du marché mettent en évidence les deux principaux enjeux suivants :

- Une offre croissante de contrats à l'heure de vol proposée par les avionneurs tels qu'Airbus ou Boeing auprès de compagnies aériennes, réduisant ainsi la part de marché des équipementiers sur leur activité d'après-vente. Pour maintenir ses marges dans un contexte de marché après-vente sur lequel elle a une visibilité réduite, la Société prévoit un effort important en productivité sur son activité « Série / Première monte », notamment grâce à la mise en place d'une politique de « One-piece-flow »¹⁷ ;
- En l'absence de nouveaux programmes majeurs en développement auprès d'avionneurs à moyen terme, Technofan entend mettre l'accent sur la rationalisation de sa chaîne logistique, qui passe notamment par une meilleure négociation du prix d'achat de ses produits auprès des fournisseurs.

La progression de la marge brute est en phase avec la montée en cadence des programmes. Ainsi, la marge brute de la Société atteindra un niveau optimal notamment sur les programmes A350 et LEAP à l'horizon 2018-2019, compensant ainsi la baisse du ratio après-vente vs. série.

Technofan anticipe un maintien de ses coûts et notamment de ses consommations d'exploitation ainsi que ses charges de personnel qui restent à un niveau stable sur la période 2016-2019.

En synthèse, le plan d'affaires fait ressortir une marge d'EBITDA en croissance, atteignant un niveau supérieur à 15% du chiffre d'affaires à horizon 2019. Cette évolution coïncide notamment avec l'arrivée à maturité des programmes A350 et LEAP en 2018-2019, qui correspond ainsi à un haut de cycle pour l'activité de la Société.

Sur la période 2016-2019, l'effort d'investissement sera tourné vers l'amélioration de l'outil industriel et des travaux de rénovation du site de Blagnac.

Le management anticipe une réduction significative du BFR et sa variation est cohérente avec la croissance de l'activité.

Le taux d'impôt normatif est de 33,3%, auquel est appliquée la contribution sociale sur l'impôt sur les sociétés (3,3%), après abattement annuel (763 K€)¹⁸.

En conclusion, le plan d'affaires établi par le management de Technofan affiche une ambition certaine, le niveau relativement élevé de la rentabilité dès 2018 induisant une valorisation de haut de cycle tant par la méthode intrinsèque que par la méthode analogique.

Il convient néanmoins de préciser que la réalisation de ce plan d'affaires reste soumise aux principaux facteurs de risques suivants :

- Risque de difficulté ou de défaillance des fournisseurs pouvant affecter la chaîne logistique globale d'approvisionnement de la Société ;
- Risque relatif à une conjoncture économique défavorable impactant la demande de transport aérien, le niveau d'activité de première monte des fournisseurs d'équipements et le niveau d'activité de maintenance et réparation ;
- Risque lié aux fluctuations de la parité €/ \$ pouvant détériorer la performance économique de la

¹⁵ Les cours cibles annoncés par Safran et retenus dans la construction du plan d'affaires sont les suivants : 1 € = 1,24 \$ en 2016, 1 € = 1,23 \$ en 2017, 1 € = 1,20 \$ en 2018 et en 2019.

¹⁶ L'ensemble des chiffres présentés dans le plan d'affaires sont exprimés au taux de conversion et non au taux couvert à la différence de l'analyse des comptes historiques.

¹⁷ Le « One-piece-flow » est une méthode consistant à réduire le temps de cycle dans la production : les pièces sont transmises d'une machine à l'autre sans intermédiaire.

¹⁸ Il est précisé que le taux d'impôt normatif est calculé sur la base de l'EBIT retraité du CIR (Crédit d'impôt recherche) et du CICE (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) sur l'horizon du plan d'affaires.

- Société ;
- Risque de retard dans le développement des programmes pour lesquels la Société a été retenue.

4.1.4 Hypothèses générales des travaux d'évaluation

4.1.4.1. Principales sources

- Rapports d'activité 2006 à 2015 ;
- Documents de reporting internes établis par la Société sur la période 2005-2015 ;
- Plan d'affaires 2016-2019 établi par le management de la Société ;
- Séances de questions/réponses avec les directions générale et financière de la Société, et l'Initiateur.

4.1.4.2. Nombre d'actions

Le nombre d'actions Technofan utilisé dans le cadre de l'appréciation du prix d'Offre correspond au nombre d'actions composant le capital de la Société au 31 décembre 2015, soit 629 158 actions.

Il n'existe pas, à la date du présent document, d'instruments financiers donnant accès au capital de la Société.

4.1.4.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Afin d'aboutir à la valeur des capitaux propres de Technofan à partir des valeurs d'entreprise obtenues en fonction des différentes méthodes appliquées, deux calculs de dette nette ont été retenus.

D'une part, pour la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie, la dette nette de Technofan à déduire de la valeur d'entreprise obtenue tient compte des éléments suivants :

- Une dette financière nette ressortant à 3,3 M€ au 31 décembre 2015. Elle se compose de :
 - 3,3 M€ d'emprunts auprès des établissements de crédit, nets de disponibilités¹⁹ et
 - un montant négligeable de valeurs mobilières de placement.
- Des provisions pour engagements de retraites après réintégration des indemnités de fin de carrière, soit 1,6 M€ après impôt normatif au 31 décembre 2015 ;
- Des provisions pour litiges susceptibles de donner lieu à des décaissements dans un futur proche, soit 5,4 M€ au 31 décembre 2015 ;
- Un dividende détaché le 13 mai 2016 et mis en paiement le 17 mai 2016 au titre de l'exercice 2015 pour un montant total de 7,4 M€, soit 11,69 € par action.

Après prise en compte de l'ensemble de ces retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de Technofan s'effectue, pour la méthode de valorisation intrinsèque, en déduisant un montant total de 17,7 M€ au 31 décembre 2015 (ci-après désigné comme la dette nette retraitée intrinsèque).

D'autre part, pour la méthode de valorisation analogique par les multiples de sociétés comparables cotées, la dette nette à déduire de la valeur d'entreprise obtenue a été corrigée du caractère anormalement élevé du niveau de BFR au 31 décembre 2015. Le BFR normatif étant estimé à 13,0% du chiffre d'affaires, celui-ci peut être estimé à 11,8 M€ à fin décembre 2015, d'où une correction de 8,1 M€ sur la dette nette retraitée intrinsèque. Ainsi, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de Technofan s'effectue, pour la méthode de valorisation analogique, en déduisant un montant total de 9,6 M€ au 31 décembre 2015 (ci-après désigné comme la dette nette retraitée analogique).

¹⁹ Les emprunts correspondent à des avances remboursables consenties par l'Etat (DGA) dans le cadre du programme A380. Les avances sont remboursables au fur et à mesure des mises en circulation des avions.

4.2 Critères d'évaluation écartés et retenus

4.2.1 Critères d'évaluation écartés

4.2.1.1. Actifs nets comptable et réévalué

Bien que ce critère ne permette pas d'appréhender la rentabilité de l'exploitation de la Société, il convient de noter que l'actif net comptable (ANC) de Technofan ressort à 29,2 € par action au 31 décembre 2015 dans les comptes publiés selon les normes françaises. A titre indicatif, l'ANC de Technofan ressortirait à 50,2 € par action dans le reporting de la Société établi selon les normes IFRS.

Le calcul de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan, et donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Technofan.

4.2.1.2. Actualisation des dividendes

La Société a versé les dividendes suivants au titre des 9 derniers exercices à l'exception des années 2009 et 2010 :

Dividende versé au titre de l'année N	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
par action (€)	2,68	1,05	-	-	32,80	5,80	9,33	16,00	11,69

Source : Société

Depuis 2011, Technofan distribue à ses actionnaires la totalité de son résultat net. L'actualisation des dividendes futurs représenterait ainsi une méthode redondante avec l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, qui permet, quant à elle, d'appréhender l'intégralité des flux nets de trésorerie générés par l'actif économique de Technofan.

4.2.1.3. Multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples tels qu'ils ressortent, d'une part des prix de transactions récentes sur des sociétés appartenant au secteur d'activité de Technofan et, d'autre part de leurs derniers agrégats comptables publiés lors des transactions.

La difficulté de cette méthode réside généralement dans le choix des transactions retenues comme base de référence :

- Le prix payé lors d'une acquisition peut refléter un intérêt stratégique spécifique à un acquéreur ou inclure une prime reflétant la présence de synergies industrielles qui varient d'une opération à une autre ;
- Cette méthode dépend fortement de la qualité et de la fiabilité de l'information disponible pour les transactions retenues dans l'échantillon (variant en fonction du statut des sociétés rachetées – cotées, privées, filiales d'un groupe – et du niveau de confidentialité de la transaction) ;
- Cette méthode suppose que les cibles des transactions retenues dans l'échantillon soient comparables à la société évaluée (par l'activité, la croissance, la profitabilité, la présence géographique, la taille, etc.).

En l'espèce, l'étude des transactions majoritaires réalisées sur le secteur de l'équipement pour l'aéronautique et la défense fait ressortir des multiples dont la disparité s'avère significative

(VE/EBITDA compris entre 3,6x et 19,5x). Ainsi, la méthode des multiples de transactions comparables n'a pas été retenue.

Par ailleurs, la Société n'a réalisé aucune opération de croissance externe depuis 2010. En conséquence, la méthode consistant à calculer des multiples sur les transactions récentes de Technofan n'est pas applicable.

4.2.1.4. Objectif de cours

La Société n'est suivie par aucun analyste financier. La référence à un objectif de cours est donc sans objet.

4.2.2 Critères d'évaluation retenus

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de l'appréciation du prix d'Offre :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles de Technofan ;
- Multiples des sociétés cotées comparables à Technofan ;
- Analyse du cours de bourse de Technofan (à titre indicatif).

4.2.3 Évaluation multi-critères des actions Technofan

4.2.3.1. Actualisation des flux de trésorerie disponibles de Technofan

Cette méthode, dite intrinsèque, consiste à actualiser et sommer les flux de trésorerie disponibles susceptibles d'être générés à l'avenir par la Société.

Le plan d'affaires utilisé repose sur les hypothèses établies par le management de Technofan pour la période 2016-2019.

Suivent les hypothèses retenues par Degroof Petercam Finance pour le calcul du flux terminal (2020) :

- Chiffre d'affaires en hausse de 1,5% par rapport à 2019, en ligne avec la croissance à l'infini ;
- Marge d'EBITDA correspondant à la marge d'EBITDA 2019 qui représente un haut de cycle, étant précisé qu'après échanges avec les directions générale et financière de la Société, aucun élément ne permet, à ce jour, d'anticiper la durée et le renversement dudit cycle ;
- Variation du BFR en ligne avec la croissance du chiffre d'affaires ;
- Dotations aux amortissements égales aux investissements ;
- Taux d'impôt normatif de 33,3%, auquel est appliquée la contribution sociale sur l'impôt sur les sociétés (3,3%), après abattement annuel (763 K€).

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1,5% en valeur centrale, en ligne avec la croissance attendue en moyenne à long terme sur les zones géographiques concernées.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles de Technofan est effectuée au 31 mai 2016 et au coût du capital :

- Le taux sans risque de 1,10%, correspondant au taux moyen sur les 2 dernières années des obligations d'Etat à 10 ans de la France (0,96%), de l'Allemagne (0,62%) et des Etats-Unis (2,16%)²⁰ ;
- Dans la mesure où le coefficient de corrélation relatif au bêta de Technofan est faible, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. De manière similaire, les coefficients de corrélation relatifs aux bêtas des sociétés composant l'échantillon de la méthode analogique sont faibles et ont été

²⁰ Le chiffre d'affaires 2015 de Technofan a été réalisé majoritairement dans trois pays : la France, l'Allemagne et les Etats-Unis. Ainsi, le taux sans risque retenu est le taux moyen sur 2 ans des obligations d'Etat à 10 ans de la France, de l'Allemagne et des Etats-Unis, pondérés respectivement à 50%, 30% et 20%.

écartés. Le bêta retenu de 0,94 correspond au bêta²¹ de la maison-mère Safran, dont le coefficient de corrélation est satisfaisant (source : Bloomberg), désendetté par la formule d'Hamada ;

- La prime de risque de marché de 4,90% est déterminée par Duff & Phelps (Recommended long-term equity risk premium, 2016) ;
- Plusieurs travaux académiques font ressortir que le rendement attendu est proportionnel à la taille de l'entreprise, et supérieur à celui exigé par la formule du MEDAF²². La prime de taille est ainsi estimée à 3,58% pour les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à environ 300 M\$ (Duff & Phelps, Valuation Handbook, 2016).

Coût du capital	
Taux sans risque	1,10%
Bêta désendetté	0,94
Prime de risque de marché	4,90%
Prime de taille	3,58%
Coût du capital	9,27%

Le coût moyen pondéré du capital de Technofan ressort ainsi à 9,27%.

Après actualisation des flux de trésorerie disponibles du plan d'affaires 2016-2019 et du flux de trésorerie terminal croissant à l'infini de 1,5% par an, la valeur d'entreprise de Technofan s'établit à 134,9 M€²³, soit une valeur des capitaux propres de 117,1 M€ ou 186,2 € par action.

La prime induite par le prix d'Offre sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ressort par conséquent à 31,6%.

		Taux d'actualisation				
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Taux de croissance à l'infini	0,5%	192,8	179,6	168,0	157,6	148,2
	1,0%	204,1	189,4	176,5	165,1	154,9
	1,5%	217,2	200,6	186,2	173,5	162,3
	2,0%	232,3	213,5	197,2	183,0	170,5
	2,5%	250,1	228,4	209,8	193,8	179,9

En introduisant une sensibilité de +/- 0,50% sur le coût du capital et de +/- 0,50% sur le taux de croissance à l'infini, la valeur par action Technofan s'établit dans une fourchette de 165,1 € à 213,5 €, soit une prime induite de 14,8% à 48,4% par le prix d'Offre.

Il est rappelé que cette évaluation est issue d'un flux terminal de haut de cycle.

L'évolution du taux de change (€/ \$) couvert aurait représenté un impact respectif de l'ordre de +10 € et +20 € par action selon les deux sensibilités suivantes :

- Sensibilité 1 : 1 € = 1,22 \$ en 2017, 1 € = 1,18 \$ à compter de 2018 ;
- Sensibilité 2 : 1 € = 1,21 \$ en 2017, 1 € = 1,17 \$ en 2018 ; 1 € = 1,15 \$ à compter de 2019.

²¹ Bêta moyen sur 2 ans (source : Bloomberg).

²² Modèle d'évaluation des actifs financiers.

²³ La valeur terminale actualisée représente environ 70% de la valeur d'entreprise.

4.2.3.2. Multiples des sociétés cotées comparables à Technofan

Cette méthode consiste à évaluer Technofan par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse au 27 mai 2016, et d'autre part des agrégats comptables estimés par le consensus d'analystes financiers Bloomberg.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

Une analyse approfondie n'a pas permis d'identifier de société cotée directement comparable à Technofan au regard des critères d'activité, de croissance, de rentabilité, de présence géographique, de place de cotation et de taille.

En particulier, les sociétés cotées suivantes ont été écartées en raison de :

- Leurs capitalisations boursières supérieures à 30 Mds€ à la date du présent document (Honeywell et Raytheon) ;
- Leurs croissances de chiffre d'affaires et marges opérationnelles supérieures à celles de Technofan (Figeac Aéro et TransDigm) ;
- Leurs activités plus industrielles que celle de Technofan (Rolls-Royce et Latécoère) ;
- Leurs activités diversifiées (Ametek et GKN).

Il convient de noter que les sociétés présentes sur le secteur de l'équipement automobile n'ont pas été retenues du fait d'un degré d'automatisation plus élevé que pour l'industrie aéronautique.

Par ailleurs, le positionnement spécifique de Technofan, spécialisé dans la ventilation haute performance appliquée à l'aéronautique et l'armement, rend difficile la constitution d'un échantillon de sociétés cotées homogène.

A été ainsi retenu un échantillon de sociétés britanniques, française, italienne, américaine, allemande et suédoise dont les activités sont proches de celles de Technofan, notamment en ce qu'elles exercent une activité de première monte et une activité d'après-vente pour les secteurs de l'aéronautique (civile et militaire) et de la défense, en ce compris Meggitt, Cobham, Senior, Zodiac Aerospace, Finmeccanica, BE Aerospace, MTU Aero Engines et CTT Systems.

Les multiples de Safran, maison-mère de Technofan dont la capitalisation boursière est supérieure à 20 Mds€ à la date du présent document, sont présentés à titre indicatif.

Les sociétés comparables cotées retenues sont décrites ci-après :

- **Zodiac Aerospace**, cotée sur Euronext Paris, est un équipementier et systémier dans le secteur de l'aéronautique. Le chiffre d'affaires 2015 de 4 932 M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : France (31%), Etats-Unis (49%), Europe (15%) et Amériques (2%) ;
 - Par activité : systèmes d'aéronefs (30%), sièges (28%), cabines et structures (18%), sécurité (13%) et cuisines et équipements (11%).
- **Finmeccanica**, cotée sur le Milan Stock Exchange, est un équipementier dans les secteurs de l'aéronautique, du spatial, de la défense, les hélicoptères et l'énergie. Le chiffre d'affaires 2015 de 12 843 M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : Italie (16%), Royaume-Uni (14%), Europe hors Italie et Royaume-Uni (27%), Amérique du Nord (25%) et le reste du monde (18%) ;
 - Par activité : hélicoptères (33%), défense et sécurité (39%), aéronautique (23%), systèmes de défense (3%) et autres (2%).
- **B/E Aerospace**, cotée sur le Nasdaq, est un équipementier dans le secteur de l'aéronautique. Le chiffre d'affaires 2015 de 2 502²⁴ M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : l'Amérique du Nord (35%), l'Europe (24%) et autres (41%) ;

²⁴ Taux de change EUR/USD au 31/12/2015 retenu : 1,091.

- Par activité : avions commerciaux (77%) et jets d'affaires (23%).
- **Meggitt**, cotée sur le London Stock Exchange, est spécialisée dans les services d'ingénierie dans le secteur de l'aérospatial. Le chiffre d'affaires 2015 de 247²⁵ M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : Etats-Unis (52%), Royaume-Uni (9%), Europe hors Royaume-Uni (22%) et autres (17%) ;
 - Par activité : aviation civile (49%), aviation militaire (35%) et énergie (16%).
- **MTU Aero Engines**, cotée sur le Xetra, est un équipementier dans le secteur de l'aérospatial. Le chiffre d'affaires 2015 de 4 435 M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : Allemagne (11%), Europe (7%), Amérique du Nord (73%), Asie (4%) et autres (5%) ;
 - Par activité : aviation commerciale (54%), aviation militaire (11%) et maintenance commerciale (36%).
- **Cobham**, cotée sur le London Stock Exchange, est un fournisseur dans les secteurs de la défense et de l'aérospatial. Le chiffre d'affaires 2015 de 2 812 M€²⁶ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : Etats-Unis (47%), Royaume-Uni (11%), Europe hors Royaume-Uni (15%), Australie (11%), Asie (11%) et autres (5%) ;
 - Par activité : communication & connectivité (37%), équipements de missions (18%), services aériens (19%), solutions électroniques avancées (26%), défense (62%) et civil (38%).
- **Senior**, cotée sur le London Stock Exchange, est un équipementier dans les secteurs de l'aérospatial et de la défense. Le chiffre d'affaires 2015 de 18 121 M€²⁷ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : Royaume-Uni (13%), Europe hors Royaume-Uni (23%), Amérique du Nord (30%), et autres (34%) ;
 - Par activité : aviation commerciale (52%), aviation militaire (15%), énergie (18%) et autres (15%).
- **CTT Systems**, cotée sur le Stockholm Stock Exchange, est un équipementier dans les secteurs de l'aérospatial et de l'aviation. Le chiffre d'affaires 2015 de 22 M€²⁸ est réparti entre la Suède (6%), les Etats-Unis (62%), le Danemark (13%), et le reste du monde (19%).
- **Safran (à titre indicatif)**, cotée sur Euronext Paris, est un équipementier dans les secteurs de l'aéronautique, de l'espace, de la défense et de la sécurité. Le chiffre d'affaires 2015 de 17 525 M€ est réparti comme suit :
 - Par zone géographique : France (23%), Europe hors France (20%), Amériques (35%), Asie-Océanie (14%) et Afrique-Moyen-Orient (8%) ;
 - Par activité : propulsion aéronautique et spatiale (54%), équipements aéronautiques (28%), sécurité (11%) et défense (7%).

Dans le cadre de la présente évaluation, ont été retenus²⁹ :

- Les multiples VE/CA³⁰, qui ont été analysés selon une approche de régression linéaire ;
- Les multiples VE/EBITDA et VE/EBIT.

²⁵ Taux de change EUR/GBP au 31/12/2015 retenu : 0,737.

²⁶ Taux de change EUR/GBP au 31/12/2015 retenu : 0,737.

²⁷ Taux de change EUR/GBP au 31/12/2015 retenu : 0,737.

²⁸ Taux de change EUR/SEK au 31/12/2015 retenu : 9,171.

²⁹ Il est précisé que la médiane des multiples des sociétés comparables a été retenue dans le cadre de l'évaluation afin d'éliminer l'effet des valeurs extrêmes.

³⁰ Chiffre d'affaires.

Ont, en revanche, été écartés les PER³¹ qui, en fonction des structures financières des sociétés de l'échantillon d'une part et de Technofan d'autre part, peuvent biaiser l'évaluation.

Il convient de préciser que la quasi-totalité des capitalisations boursières des sociétés de l'échantillon sont significativement supérieures à celle de Technofan.

Les multiples de l'échantillon sont présentés ci-après :

Société	Place de cotation	Capit. ⁽¹⁾ (M€)	VE ⁽²⁾ (M€)	Croissance annualisée CA 16E-18E	Croissance annualisée EBITDA 16E-18E	Croissance annualisée EBIT 16E-18E	Marge moy. EBITDA 16E-18E	Marge moy. EBIT 16E-18E
Zodiac Aerospace	France	6 001,2	7 705,4	3,1%	18,5%	26,2%	11,3%	8,8%
Finmeccanica	Italie	6 313,4	8 790,9	3,1%	5,2%	7,5%	15,2%	8,9%
BE Aerospace	Etats-Unis	4 383,3	6 074,7	6,5%	6,8%	6,8%	21,5%	18,3%
Meggitt	Royaume-Uni	3 961,1	5 670,7	3,3%	5,5%	6,4%	25,1%	20,2%
MTU Aero Engines	Allemagne	4 425,7	6 169,1	5,5%	10,0%	10,4%	13,1%	9,9%
Cobham	Royaume-Uni	2 461,7	4 107,4	3,3%	5,5%	5,3%	19,2%	15,8%
Senior	Royaume-Uni	1 198,7	1 465,8	5,7%	8,3%	11,8%	15,2%	11,3%
CTT Systems	Suède	88,1	92,0	7,5%	16,5%	19,5%	25,2%	19,8%
Médiane				4,4%	7,6%	9,0%	17,2%	13,5%
Safran (à titre indicatif)	France	26 258,3	29 157,1	5,6%	7,2%	8,3%	18,1%	13,4%

Sources : Bloomberg, Capital IQ pour CTT Systems, notes d'analystes, sociétés

Notes : (1) Capitalisation boursière et taux de change Bloomberg au 27/05/2016

(2) Valeur d'entreprise calculée sur la base d'une dette nette au 31/12/2015 retraitée de manière homogène à celle de Technofan

Les données ont été recalendrisées au 31/12

Société	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Zodiac Aerospace	1,49x	1,44x	1,40x	15,6x	12,3x	11,1x	21,7x	15,8x	13,6x
Finmeccanica	0,69x	0,68x	0,65x	4,7x	4,4x	4,2x	8,2x	7,5x	7,1x
BE Aerospace	2,38x	2,23x	2,10x	11,1x	10,4x	9,8x	13,1x	12,2x	11,5x
Meggitt	2,32x	2,24x	2,17x	9,4x	8,9x	8,5x	11,9x	11,1x	10,5x
MTU Aero Engines	1,31x	1,23x	1,18x	10,4x	9,5x	8,6x	13,8x	12,5x	11,3x
Cobham	1,57x	1,52x	1,47x	8,3x	7,9x	7,5x	10,1x	9,7x	9,1x
Senior	1,27x	1,21x	1,14x	8,6x	8,0x	7,3x	11,9x	10,7x	9,5x
CTT Systems	3,50x	3,21x	3,03x	15,1x	12,6x	11,2x	18,6x	18,4x	13,0x
Médiane	1,53x	1,48x	1,44x	9,9x	9,2x	8,5x	12,5x	11,6x	10,9x
Safran (à titre indicatif)	1,62x	1,56x	1,45x	9,1x	8,7x	7,9x	12,4x	11,8x	10,5x

Sources : Bloomberg, Capital IQ pour CTT Systems, notes d'analystes, sociétés

Notes : (1) Capitalisation boursière et taux de change Bloomberg au 27/05/2016

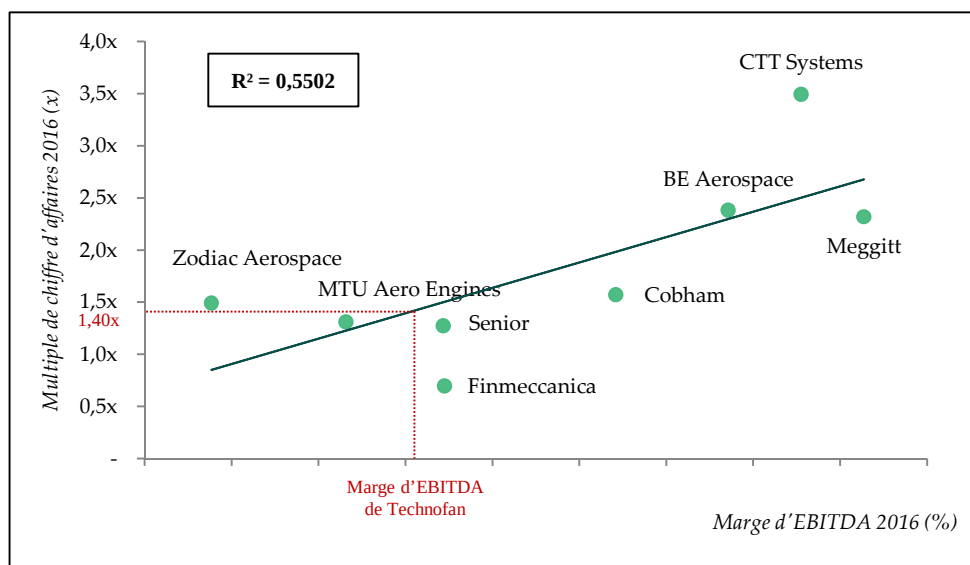
(2) Valeur d'entreprise calculée sur la base d'une dette nette au 31/12/2015 retraitée de manière homogène à celle de Technofan

Les données ont été recalendrisées au 31/12

Une analyse de régression linéaire des multiples de chiffre d'affaires en fonction des marges d'EBITDA permet de réduire les écarts entre les niveaux de valorisation des sociétés de l'échantillon. Ainsi, la régression linéaire sur les marges d'EBITDA 2016, 2017 et 2018 fait ressortir des coefficients de corrélation de l'ordre de 55% à 75% respectivement.

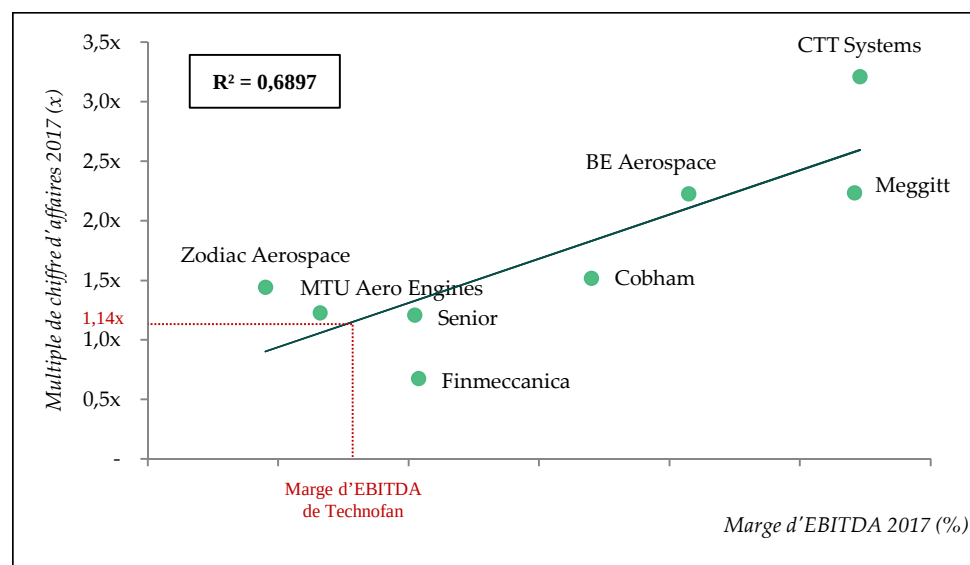
³¹ Price Earnings Ratio, soit le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net part du groupe.

Régression linéaire du multiple de chiffre d'affaires 2016 et de la marge d'EBITDA 2016



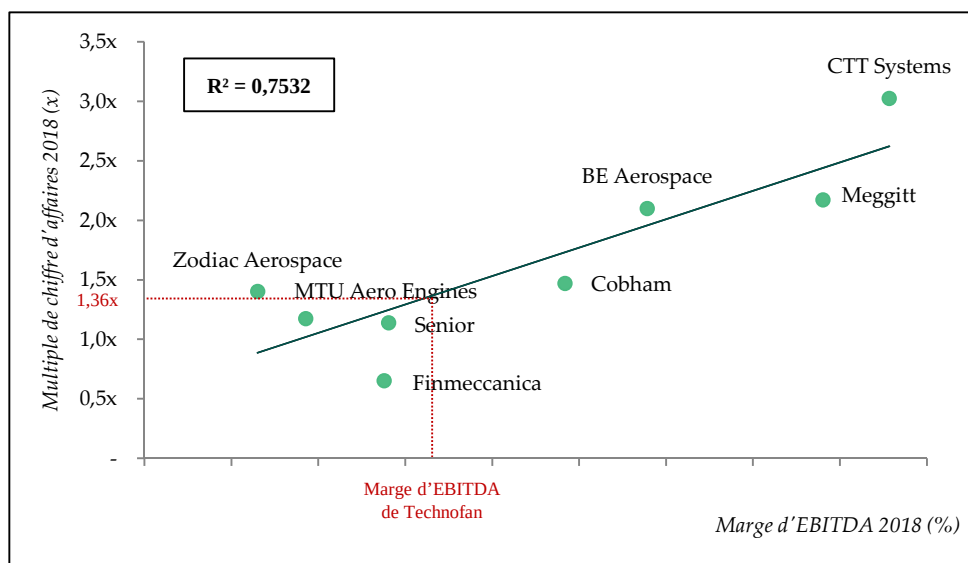
L'application du multiple de chiffre d'affaires obtenu au chiffre d'affaires 2016 de Technofan issu du plan d'affaires réalisé par le management de la Société extériorise une valeur par action de 193,7 €, soit une prime induite par le prix d'Offre de 26,5%.

Régression linéaire du multiple de chiffre d'affaires 2017 et de la marge d'EBITDA 2017



L'application du multiple de chiffre d'affaires obtenu au chiffre d'affaires 2017 de Technofan issu du plan d'affaires réalisé par le management de la Société extériorise une valeur par action de 160,1 €, soit une prime induite par le prix d'Offre de 53,0%.

Régression linéaire du multiple de chiffre d'affaires 2018 et de la marge d'EBITDA 2018



L'application du multiple de chiffre d'affaires obtenu au chiffre d'affaires 2018 de Technofan issu du plan d'affaires réalisé par le management de la Société extériorise une valeur par action de 204,9 €, soit une prime induite par le prix d'Offre de 19,6%.

L'application des multiples médians VE/EBITDA 2016, 2017 et 2018 aux EBITDA 2016, 2017 et 2018 de Technofan issus du plan d'affaires réalisé par le management de la Société extériorise une valeur par action comprise entre 176,5 € et 213,1 €, soit une prime induite par le prix d'Offre comprise entre 15,0% et 38,8%.

A titre indicatif, la valeur de l'action Technofan induite par l'application du multiple VE/EBITDA de Safran ressortirait à 174,8 € pour 2016, 165,9 € pour 2017 et 195,7 € pour 2018.

L'application des multiples médians VE/EBIT 2016, 2017 et 2018 aux EBIT 2016, 2017 et 2018 de Technofan issus du plan d'affaires réalisé par le management de la Société extériorise une valeur par action comprise entre 159,5 € et 210,5 €, soit une prime induite par le prix d'Offre comprise entre 16,4% et 53,6%.

A titre indicatif, la valeur de l'action Technofan induite par l'application du multiple VE/EBIT de Safran ressortirait à 207,9 € pour 2016, 162,0 € pour 2017 et 200,0 € pour 2018.

4.2.3.3. Analyse du cours de bourse de Technofan (à titre indicatif)

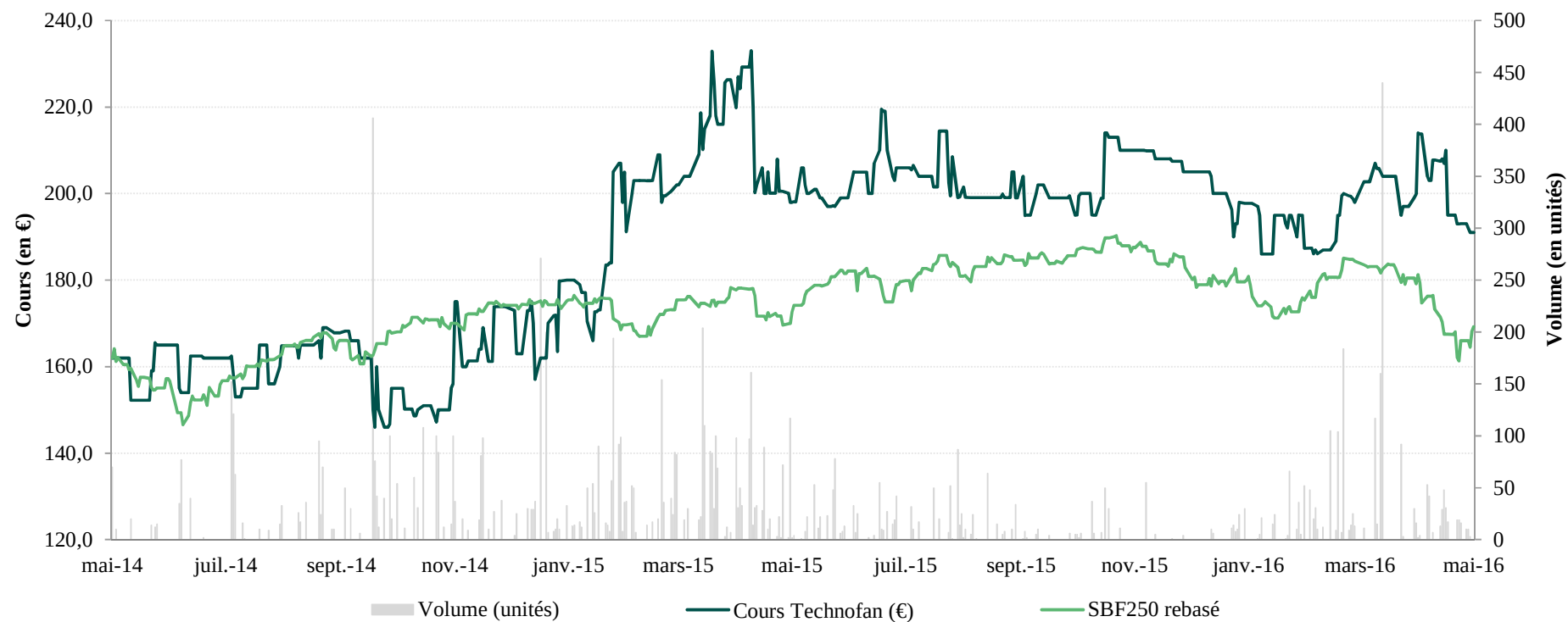
Le cours de bourse de Technofan pris comme référence est celui du dernier jour de cotation avant l'annonce du dépôt du projet d'Offre, soit le cours de clôture du 27 mai 2016.

Au cours des 250 précédents jours de négociation :

- Les volumes d'actions Technofan échangées sur le marché Euronext Paris se sont élevés à moins de 20 titres en moyenne par séance ;
- Aucune action n'a été échangée sur le marché pendant 128 séances ;
- Le taux de rotation du flottant du titre ressort à seulement à 11,0% ;
- Le cours a connu à 5 reprises une variation de plus de 5% pour un volume quotidien d'environ 20 titres échangés en moyenne.

Cette situation caractérise l'illiquidité du cours de bourse de Technofan dont l'analyse est par conséquent présentée ici à titre indicatif.

Cours de bourse de Technofan sur les 24 derniers mois



27 mai 2016	Clôture	20 jours ⁽¹⁾	60 jours ⁽¹⁾	120 jours ⁽¹⁾	250 jours ⁽¹⁾
Cours moyen pondéré par les volumes (en €) ⁽²⁾	191,0	202,3	200,6	199,0	200,4
Prime induite par le prix d'Offre	+28,3%	+21,1%	+22,1%	+23,1%	+22,3%
Cours le plus haut (en €)		210,0	214,0	214,0	219,5
Prime induite par le prix d'Offre	n.a.	+16,7%	+14,5%	+14,5%	+11,6%
Cours le plus bas (en €)		191,0	186,1	186,0	186,0
Prime induite par le prix d'Offre	n.a.	+28,3%	+31,6%	+31,7%	+31,7%
Volume moyen de titres (unités / jour)		15,9	28,8	18,0	13,4
Volumes cumulés (unités)		317	1 730	2 161	3 361
% du capital		0,1%	0,3%	0,3%	0,5%
% du flottant ⁽³⁾		1,0%	5,7%	7,1%	11,0%

(1) Jours de négociation, i.e. jours où le titre peut être négocié, qu'il le soit ou non

(2) Moyenne pondérée par les volumes quotidiens des cours de clôture

(3) Flottant considéré pour les besoins de l'exercice : 4,85%

Source : Bloomberg

Le prix d'Offre extériorise une prime de 28,3% par rapport au cours de clôture du 27 mai 2016 et de 22,1% par rapport à la moyenne pondérée des cours par les volumes sur les 60 précédents jours de négociation.

4.3 Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre

	Valeur par action (€)	Prime induite par le prix d'Offre
Actualisation des flux de trésorerie (DCF)		
Borne basse	165,1	+48,4%
Valeur centrale	186,2	+31,6%
Borne haute	213,5	+14,8%
Multiples des sociétés cotées comparables		
VE/CA		
VE/CA 2016e	193,7	+26,5%
VE/CA 2017e	160,1	+53,0%
VE/CA 2018e	204,9	+19,6%
VE/EBITDA		
VE/EBITDA 2016e	192,6	+27,2%
VE/EBITDA 2017e	176,5	+38,8%
VE/EBITDA 2018e	213,1	+15,0%
VE/EBIT		
VE/EBIT 2016e	210,5	+16,4%
VE/EBIT 2017e	159,5	+53,6%
VE/EBIT 2018e	207,3	+18,2%
Cours de bourse		
Cours de clôture au 27/05/2016	191,0	+28,3%
Cours moyen pondéré par les volumes - 20 jours	202,3	+21,1%
Cours moyen pondéré par les volumes - 60 jours	200,6	+22,1%
Cours moyen pondéré par les volumes - 120 jours	199,0	+23,1%
Cours moyen pondéré par les volumes - 250 jours	200,4	+22,3%

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit ci-après.



TECHNOFAN

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT INITIÉE PAR SAFRAN

SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 15, rue d'Astorg – 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – Fax 01 43 12 84 86 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes – Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € – RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION

Dans la perspective de l'Offre Publique de Retrait (« **OPR** ») initiée par Safran (« **l'Initiateur** ») sur les titres Technofan (« **la Société** » ou « **la Cible** ») non détenus par Safran suivie d'un Retrait Obligatoire (« **RO** ») (l'OPR-RO formant « **l'Offre** » ou « **l'Opération** »), Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de Technofan en date du 3 mai 2016, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'Offre, du Prix d'Offre de **245 €** (le « **Prix d'Offre** ») par action Technofan (la « **Mission** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I¹ 1° et 261-1.II² du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15.

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article 262-1.I³ du règlement général de l'AMF.

¹ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

[...] ».

² Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

³ Extrait de l'article 262-1.I : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de Technofan, de son actionnaire de référence Safran, de Weil Gotshal & Manges LLP et Degroof Petercam Finance (« **l'Évaluateur** »), respectivement conseil juridique et conseil financier de Safran (les « **Conseils** »), et de Banque Degroof Petercam France, établissement présentateur⁴ de l'Offre (« **l'Établissement présentateur** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec Technofan ou Safran ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁵ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe⁶.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et de la recommandation AMF n°2006-15⁷.

⁴ Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Banque Degroof Petercam France garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

⁵ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.

⁶ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

⁷ Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Technofan ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation du titre Technofan.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement présentateur, ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché des équipementiers et systémiers aéronautiques, et plus spécifiquement sur le créneau des ventilateurs (« **FANs** ») caractérisant le positionnement des produits de Technofan sur ce marché ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants de Technofan et de Safran ainsi que des représentants des Conseils et de l'Établissement présentateur ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - du projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Cible, dans la perspective du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF ;
- la lecture des informations publiques et réglementées de Technofan et de Safran accessibles sur les sites internet de la Cible⁸ et de l'Initiateur⁹;
- la revue des délibérations du Conseil d'administration de Technofan (le « **Conseil d'administration** ») et des décisions prises en Assemblée générale antérieurement à l'Offre ;
- les éléments de *reporting* comptable et financier de Technofan à Safran ;
- la compréhension des itérations budgétaires dans le cadre du processus d'établissement annuel du budget de Technofan en relation avec Safran ;
- l'exploitation du dernier cadrage budgétaire 2016 (« **Actu 2 2016** ») et l'examen détaillé et contradictoire du plan d'affaires 2016 à 2019 (« **PMT** ») élaboré par la direction de la Société (« **la Direction** ») avec l'appui, pour

⁸ Technofan. [[En ligne](#)].

⁹ Safran. [[En ligne](#)].

certaines *inputs*, de Safran ; cette étude, réalisée avec nos interlocuteurs chez Technofan et Safran, a consisté en particulier en une comparaison entre les réalisations des derniers exercices clos et le cadrage sur cet historique entre les budgets et les réalisations, en une analyse des commandes et des programmes en cours à l'horizon de la fin de la période de prévisions du PMT, ainsi qu'en l'examen du positionnement des prévisions du PMT dans le cycle d'activité de la Société ;

- l'intégration dans nos modèles de valorisation des données du PMT après ajustements en concertation avec la Direction ;
- l'exploitation de nos bases de données financières¹⁰ tant en ce qui concerne la Société que les autres acteurs du marché des équipementiers et systémiers aéronautiques ;
- l'examen des notes d'analystes récentes concernant Safran¹¹ ;
- l'évaluation multicritère du titre Technofan ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère du titre Technofan, de l'analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation, et du niveau des primes offertes à l'occasion d'opérations de retrait de cote récentes ;
- la revue des travaux de l'Évaluateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère du titre Technofan.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

¹⁰ *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers), *Infanciais* (comparables boursiers), *Thomson One* (notes d'analystes), *Mergermarket* (comparables transactionnels).

¹¹ Contrairement au titre Safran, le titre Technofan n'est pas suivi par les analystes.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement de Technofan (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'action Technofan (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Évaluateur exposés par l'Établissement présentateur¹² (§ 6).

La conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Technofan visés par l'Offre (§ 7).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€ ou EUR) ou dollars (\$) ou USD),
- milliers d'euros (K€) ou milliers de dollars (K\$),
- millions d'euros (M€) ou millions de dollars (M\$),
- milliards d'euros (Md€) ou milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹² Travaux d'évaluation réalisés par Degroof Petercam Finance et présentés par Banque Degroof Petercam France.

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Technofan est une société anonyme dotée d'un Conseil d'administration, au capital de 1.258.316 €, sise 10, place Marcel Dassault à Blagnac (31700), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Toulouse¹³. M. Alain Sauret et M. Bruno Bergoend assurent respectivement la présidence et la direction générale de la Société.

La Société est un équipementier aéronautique dans le domaine de la ventilation ; elle conçoit et commercialise divers systèmes pour l'aviation civile et militaire¹⁴, et en assure la réparation et la maintenance.

Les actions composant le capital de Technofan, au nombre de 629.158, et d'une valeur nominale unitaire de 2 €, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris¹⁵. Le nombre d'actions de la Société est égal au nombre de droits de vote (§ 2.3).

L'Assemblée générale ordinaire des actionnaires de Technofan qui s'est tenue le 11 mai 2016 a approuvé la distribution d'un dividende de **11,69 €**¹⁶ par action au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015, représentant au total une enveloppe de 7,4 M€¹⁷ ; le Prix d'Offre s'entend après détachement de ce coupon.

2.1.2. Initiateur

Safran est une société anonyme au capital de 83.405.917 €, sise 2, boulevard du Général Martial Valin à Paris (75015), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Paris¹⁸ ; l'action Safran fait partie de l'indice CAC 40.

Le groupe Safran est spécialisé dans la fourniture d'équipements pour l'aéronautique, l'espace, la défense et la sécurité. Fort d'un effectif de 70.000 personnes réparti dans une soixantaine de pays, et cumulant un chiffre d'affaires de plus de 17 Md€, il compte plusieurs divisions dont Labinal Power Systems à laquelle est rattachée Technofan.

¹³ Sous le numéro 710 802 547 RCS Toulouse.

¹⁴ Avions et hélicoptères.

¹⁵ Sous le code FR0000065450, mnémonique TNFN. Pour mémoire, Technofan a été la première PME française cotée à Londres sur l'*Unlisted Securities Market*, en 1982 ; la Société a été introduite en 1986 au second marché de la bourse de Bordeaux (§ 3.3).

¹⁶ Ce dividende a été détaché de l'action Technofan le 13 mai 2016 et mis en paiement le 17 mai 2016.

¹⁷ Coupon de 11,69 € * 629.158 actions.

¹⁸ Sous le numéro 562 082 909 RCS Paris.

2.2. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

A ce jour, Safran détient 598.663 actions et droits de vote de Technofan ; au vu de cette détention de 95,15% par Safran, de la liquidité réduite des actions de la Société sur le marché boursier, des formalités induites par la cotation, et dans la mesure où les perspectives de développement de Technofan, adossé à Safran depuis 2005, ne justifient plus que ses actions soient cotées, les conditions sont désormais réunies pour la mise en œuvre de l'Offre, dans la perspective d'un retrait de cote.

Dans ce contexte, l'Offre est de nature à permettre aux actionnaires de Technofan de bénéficier d'une liquidité immédiate sur les titres qu'ils détiennent ; aucune synergie nouvelle entre Technofan et Safran n'est attendue de l'Opération.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de transformer la forme juridique de la Cible de Société Anonyme (SA) en Société par Actions Simplifiée (SAS).

2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

A ce jour, les actions et droits de vote de Technofan se répartissent comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote	% du capital	% des droits de vote
Safran	598 663	598 663	95,15%	95,15%
Autres actionnaires	30 495	30 495	4,85%	4,85%
Total	629 158	629 158	100,00%	100,00%

Source : Technofan

Il n'existe pas d'instrument dilutif susceptible de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre porte en conséquence sur les 30.495 actions non encore détenues par Safran. Dans le cadre du RO, les actions qui n'auraient pas été apportées à l'OPR seront transférées à Safran en contrepartie d'une indemnisation identique au Prix d'Offre.

2.4. Financement de l'Offre

L'Offre est intégralement autofinancée par Safran.

2.5. Accords et opérations connexes à l'Offre

Nous n'avons recensé et il ne nous a été signalé aucun accord ni aucune opération connexe à l'Offre.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ¹⁹

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère du titre Technofan (§ 4), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché.

3.1. Caractéristiques du marché des équipementiers de ventilation

Sur un marché aéronautique en croissance²⁰, le segment des équipements aéronautiques de ventilation est mature mais, du fait d'importantes barrières à l'entrée représentées par les investissements technologiques, limite l'arrivée de nouveaux acteurs.

Le marché des équipementiers de ventilation se compose :

- des systémiers, tels que UTC Aerospace systems (Etats-Unis), Honeywell (Etats-Unis) ou Liebherr (Allemagne), qui ont une approche globale (*Air Management*) pour les avions commerciaux, professionnels, militaires et les hélicoptères ;
- des équipementiers, tels qu'AOA-Gauting (Allemagne), Rotron, filiale d'Ametek (Etats-Unis), et LMB (France), qui se sont spécialisés sur des produits de niches sur les équipements de ventilation.

Dans cette configuration de marché, les systémiers peuvent être à la fois concurrents et clients des équipementiers au travers de contrats spécifiques sur certains programmes.

Avec le retrait progressif d'AOA-Gauting, le marché des équipementiers de ventilation compte trois acteurs majeurs :

- Technofan et Ametek–Rotron sur les segments des avions commerciaux et des hélicoptères, et
- UTC Aerospace systems (UTAS) pour les avions militaires et commerciaux.

¹⁹ Principales sources d'informations : entretiens avec la Direction, IATA, Xerfi (2016 et 2015), CPMIL (2011).

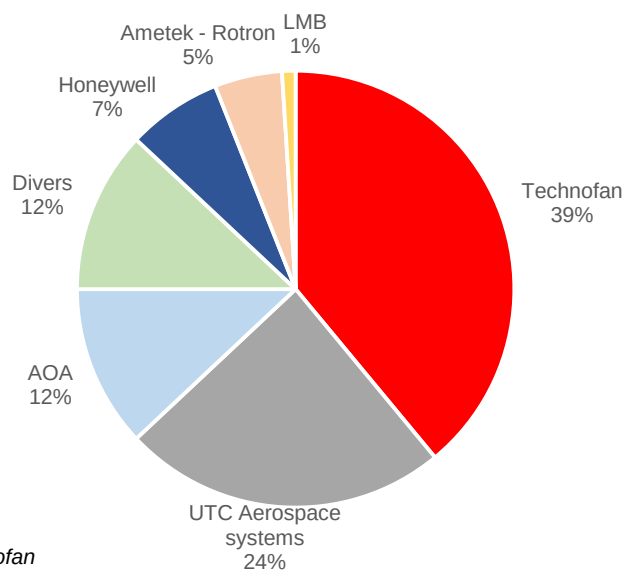
²⁰ La croissance du marché dans son ensemble est soutenue par celle de l'aéronautique civile (estimée à 4%-5% par an).

Le marché première monte (OEM²¹ commercial hors MRO²² et pièces de rechange) est estimé actuellement à 160 M\$ et devrait atteindre 200 M\$ en 2026 avec un taux de croissance de 2% par an, notamment sous l'impulsion du développement du marché asiatique. Le marché militaire, essentiellement américain, est estimé à 100 M\$.

Technofan, en dépit de sa taille modeste en comparaison des acteurs précités, fait figure de *leader* mondial sur le marché de l'équipement de ventilation, avec une part de marché globale de l'ordre de 35%-40% pour l'aviation commerciale et le refroidissement avionique par fréquence fixe et variable. La Société détient également 60% de part de marché dans les avions turbopropulseurs et 40% dans les avions commerciaux de plus de 100 places ; elle est également présente sur le créneau des avions d'affaires (Jets) et des avions (Rafale²³) et hélicoptères militaires (NH 90, Tigre).

Sur le créneau spécifique du refroidissement avionique par fréquence fixe et variable, seules deux sociétés, Nord Micro (UTAS²⁴) et Technofan, maîtrisent cette technologie ; Technofan détient plus de la moitié de la part de marché.

Parts de marché 2014 / 2015 pour les OEM commerciaux
(hors équipements militaires)



Source : Technofan

²¹ OEM : Original Equipment Manufacturer.

²² MRO : Maintenance, Repair, Operation.

²³ La présence sur ce créneau militaire nécessite des équipements spécifiques, tels que ceux de Technofan à même de recréer les conditions de vol des appareils, dont peu d'autres équipementiers disposent.

²⁴ L'activité d'UTAS peut être rapprochée de celle de Technofan, bien que portant sur la vente de systèmes plus complets que ceux commercialisés par la Société.

3.2. Positionnement de Technofan sur son secteur

Technofan, société acquise en 1989 par Labinal, elle-même rachetée par Snecma en 2000, est détenue majoritairement par Safran depuis 2005, date du rapprochement de Snecma et de Sagem (§ 3.3). La société est spécialisée, depuis 40 ans, dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements pour l'industrie civile et militaire de systèmes de ventilation cabine, d'avionique et de refroidissement de freins pour avions et hélicoptères. La Société fournit également l'ensemble des équipements entrant dans la conception du circuit de ventilation²⁵ et le système de régulation et de pilotage assuré par le contrôleur de ventilation.

Dans le domaine de l'*Environmental Control Systems* (ECS), Technofan est également fournisseur, auprès des systémiers, de systèmes de pressurisation, de systèmes d'air conditionné mobilisant de nombreux composants, d'échangeurs de chaleur, de systèmes de filtration, purification et refroidissement de l'air.

La Société, dont les compétences se caractérisent par un fort degré d'intégration en termes de produits, est en mesure de répondre aux demandes de ses clients par une offre riche de nombreux équipements et services²⁶, qui dans le cadre de contrats reconductibles sur la durée de vie des appareils, et en dépit du risque de double *sourcing* sur certains programmes ou catégories d'appareils de conception ancienne, confortent sa position de fournisseur attitré sur un marché captif.

La composante électronique des produits, dont la fabrication²⁷ comprend de nombreuses étapes de manipulation et d'assemblage²⁸, tendant à s'accroître, le savoir-faire technologique requis de Technofan par ses clients gagne en complexité ; se situant dans la chaîne électrique du pôle Labinal Power Systems (§ 2.1.2), la Société a également développé une expertise spécifique dans le domaine des moteurs électriques.

²⁵ Vannes, clapets, filtres à air, tuyaux, échangeurs thermiques, capteurs de débit, capteurs de pression,...

²⁶ Plusieurs centaines de références en catalogue.

²⁷ Certains composants entrant dans la fabrication des produits sont acquis auprès de fournisseurs spécialisés, pour partie *offshore* (cartes achetées en Tunisie ou en Pologne par exemple) ; la Société assure la fabrication des pièces conditionnant la fiabilité des produits (rotors). A terme, l'impression 3D est susceptible de modifier le mode de fabrication des sous-ensembles produits par la Société.

²⁸ Assemblage faiblement robotisable, portant sur des petits volumes (en comparaison de l'industrie automobile notamment).

3.2.1. Organisation industrielle et commerciale

La Société est organisée autour de trois divisions :

- **Première monte (OEM)**, dédiée à l'assemblage des équipements sous quatre unités de production autonomes (mécanique, électrique, rotors et sous-ensembles, retours clients) ; Technofan assure également la réparation des équipements de première monte (*Services on OEM*) ;
- **Après-vente** consistant en la fourniture de pièces détachées (*pieces parts*) et d'équipements de rechange (*spares*) pour le *retrofit*, ainsi qu'en la maintenance / réparation (**MRO**) des produits hors garantie sur différents sites tels qu'à Blagnac et d'autres sites agréés de Safran aux États-Unis²⁹ et à Singapour³⁰ ; pour mémoire, la Société est tenue par une obligation de fourniture de pièces jusqu'aux derniers appareils recensés ;
- **Recherche et Technologie, Développement, Industrialisation (RTDI)**, orientée dans le développement des équipements et la recherche ; Technofan promeut ainsi auprès des avionneurs et indirectement des compagnies aériennes des solutions innovantes³¹, dont elle détient la propriété par le dépôt de brevets.

Ces activités génèrent des marges différenciées, plus importantes en après-vente qu'en première monte, OEM étant toutefois le vecteur du développement de la Société qui, sur la première monte et les services associés, est rythmé par les cadences de production des avionneurs, notamment d'Airbus ; la fourniture de pièces et les réparations, prolongeant l'activité OEM, et gérée de façon autonome par la Société, sont en revanche exposées à des facteurs et aléas plus nombreux que la première monte ; en particulier :

- les retours dépendent du degré d'utilisation des équipements³² et de leur entretien par les compagnies aériennes (*Airlines*) ;
- les ventes à certains compétiteurs induisent à terme un risque de distorsion concurrentielle ;
- les réparations peuvent être assurées parfois directement par les *Airlines*³³ pour leur compte ou celui d'autres compagnies ; les équipements technologiquement peu sophistiqués sur d'anciennes générations d'appareils sont susceptibles d'être remplacés en dehors des circuits de la

²⁹ Technofan LLC.

³⁰ Safran Electronics Asia Pte Ltd (*Joint Venture*).

³¹ Ventilateurs réversibles, systèmes prédictifs de détection de pannes par exemple.

³² Les réparations sont ainsi moins fréquentes sur les avions d'affaires que sur les avions de ligne.

³³ Air France Industries ou Lufthansa au travers son centre de réparation Lufthansa Technics par exemple.

Société, à partir de pièces directement prélevées sur des avions hors service, et à des conditions tarifaires nécessairement plus avantageuses pour les utilisateurs que l'acquisition de pièces auprès d'équipementiers ;

- les constructeurs d'avions, à la recherche de marges de progression de leur rentabilité et de stabilisation de leurs revenus, ont investi le marché après-vente ; ils tendent ainsi à concurrencer dans ce domaine leurs propres fournisseurs de pièces ;
- les contrats à l'heure de vol (*Flight Hours Services* ou FHS) proposés aux opérateurs (*Airlines*) de petite taille sur une large gamme de services par les avionneurs eux-mêmes sont susceptibles de réduire leurs commandes auprès de la Société, et conduisent Technofan à fédérer ses moyens avec d'autres équipementiers aéronautiques du groupe Safran pour offrir une alternative à ces nouvelles formules, et contrer le risque de perte de clients.

Dans ce contexte, la Société met en avant auprès de ses clients et de ses prospects la qualité de ses produits et de ses services afin de capter les potentialités du marché européen et asiatique, en particulier à l'occasion des campagnes de *retrofit* et *via* l'expansion de la flotte d'Airbus en Asie.

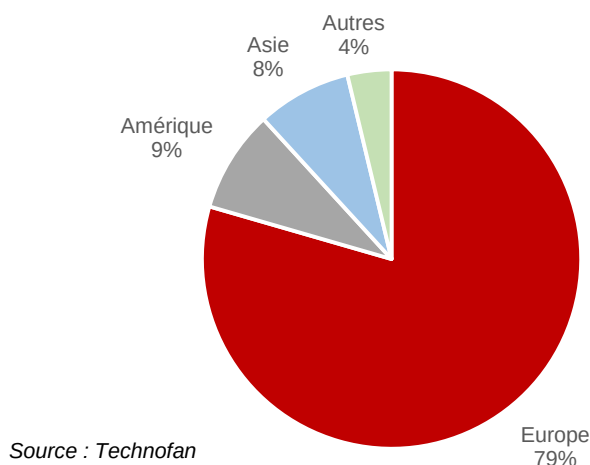
Bien que rattachée à Safran, Technofan est autonome sur le plan industriel ; les synergies avec le Groupe concernent entre autres les activités de recherche et développement, dont certaines sont mutualisées et peuvent être intégrées dans l'offre globale de Safran au travers de Labinal Power Systems (§ 3.3).

3.2.2. Répartition du chiffre d'affaires

OEM demeure l'activité la plus importante, les activités après-vente assurant par ailleurs une récurrence des revenus.

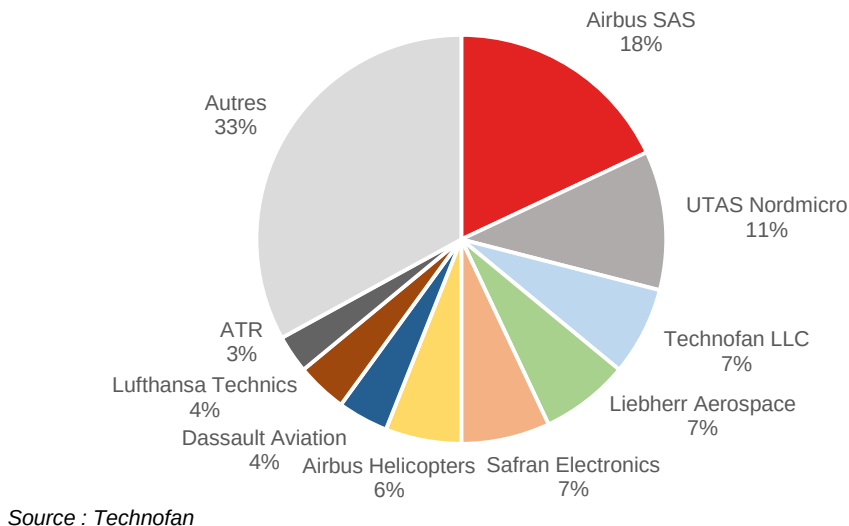
Technofan est présent à l'international à travers des implantations géographiquement diversifiées aux États-Unis, à Singapour (§ 3.2.1) ainsi qu'au Moyen-Orient et en Asie (bureaux commerciaux), mais près des deux-tiers de son chiffre d'affaires sont réalisés en Europe ; son effectif compte 280 salariés en France :

Répartition géographique du chiffre d'affaires 2015



Les dix premiers clients de Technofan, cumulant 67% du chiffre d'affaires 2015, se répartissent comme suit, avec une dominante d'activité dans l'aviation civile³⁴ ; les avionneurs (Airbus, Dassault) et systémiers (Liebherr Aerospace, UTAS Nordmicro) y sont représentés, aux côtés de Safran Electronics et d'autres centres de réparation de compagnies aériennes tels que Lufthansa Technics (§ 3.2.1) :

Top 10 clients (% chiffre d'affaires 2015)



La nature même de l'activité de la Société l'expose au risque de change sur la devise USD dans laquelle l'essentiel des ventes et une part non négligeable des achats sont libellés (§ 4.1.9).

³⁴ Les marchés civil et militaire représentent respectivement environ 85% et 15% du chiffre d'affaires 2015.

3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement de Technofan

Le développement de Technofan répond au besoin de développement d'une compétence spécifique, à l'échelle européenne, dans le domaine des systèmes de ventilation aéronautique manifesté par les avionneurs, parmi lesquels Airbus, qui compte parmi les principaux clients de la Société (§ 3.2.2).

- **1971** : Création de Technofan SA ; dès ses débuts la Société se spécialise dans la conception et le développement de ventilateurs pour les secteurs de l'aéronautique civile et militaire et de l'armement.
- **1982** : Cotation de Technofan à Londres sur l'*Unlisted Securities Market*.
- **1986** : Introduction à la bourse de Bordeaux.
- **1989** : Technofan est racheté par Labinal, *leader* mondial des systèmes électriques aéronautiques.
- **2000** : Snecma, motoriste aéronautique et spatial, acquiert Labinal et devient ainsi actionnaire majoritaire de Technofan.
- **2001** : Création d'une filiale américaine, Technofan Inc.³⁵ implantée à Seattle.
- **2002** : Technofan remporte le contrat de l'Airbus gros porteur A380 ; la Société se dote d'un bureau d'études électriques et produit depuis lors des ventilateurs mécaniques et électriques.
- **2005** : Création du Groupe Safran, né de la fusion de Sagem et de Snecma.
- **2014** : Les sociétés Labinal, Safran Power, Safran Engineering Services et Technofan sont regroupées au sein de l'entité Labinal Power Systems³⁶ (LPS).

³⁵ La filiale américaine de Technofan a depuis lors été rattachée à Safran.

³⁶ Pôle industriel rassemblant les activités électriques de Safran.

3.4. Analyse historique de la performance de Technofan

Les données présentées ci-après sont issues des comptes statutaires établis en conformité avec les dispositions légales et réglementaires applicables en France (§ 4.1.1).

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la rentabilité de Technofan, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA³⁷) ou Résultat d'Exploitation (EBIT³⁸), ont connu l'évolution suivante depuis cinq ans, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

En K€	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires net	51 967	71 190	77 315	83 496	85 959
Var en %		37,0%	8,6%	8,0%	2,9%
Excédent Brut d'Exploitation	2 227	9 083	11 110	9 207	3 726
Var en %		307,9%	22,3%	-17,1%	-59,5%
% CA	4,3%	12,8%	14,4%	11,0%	4,3%
Résultat d'exploitation	512	5 464	7 006	10 868	10 263
Var en %		967,3%	28,2%	55,1%	-5,6%
% CA	1,0%	7,7%	9,1%	13,0%	11,9%

Depuis 2011, la Société a enregistré une croissance soutenue tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité. Alors que le chiffre d'affaires sur la période 2011-2015 affiche une augmentation de plus de 13% en moyenne par an, le résultat d'exploitation progresse de 23,4% en moyenne, portant la rentabilité d'exploitation de 1% en 2011 à 11,9% en 2015.

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Les activités de la Société, dans leur ensemble, ont profité notamment :

- de la montée en cadence de programmes en démarrage (A350³⁹ appelé à soutenir l'activité de la Société au cours des prochaines années),
- des livraisons pour l'équipement des Airbus mono couloir, des avions régionaux et des hélicoptères,

³⁷ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

³⁸ Résultat d'exploitation (REX) ou Résultat opérationnel courant (ROC) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

³⁹ La montée en puissance de l'A350 compensera le ralentissement de la production d'autres avions (A330ceo).

- du *retrofit* (mise aux normes à caractère optionnel ou obligatoire) d'équipements d'hélicoptères civils et militaires et de vannes de peaux sur les avions mono couloir Airbus,
- de la signature de nouveaux contrats importants (ventilateur du FADEC du moteur LEAP⁴⁰, G7000/8000⁴¹, Ejet2⁴²,...).

L'activité pièces détachées et rechanges a également bénéficié pluriannuellement d'opérations de *retrofit*, notamment chez Airbus ; la maintenance et la réparation ont suivi cette même tendance haussière.

La moindre croissance du chiffre d'affaires en 2015 est imputable :

- au segment après-vente impacté par la fin de la campagne de *retrofit* d'équipement de vannes de peaux sur les avions mono couloir Airbus mais bénéficiant cependant de la demande des premières pièces de rechange de l'A350,
- la fin de programmes en développement.

3.4.1.2. Rentabilité opérationnelle

Le retrait de l'EBE, tant en valeur nominale que relative au chiffre d'affaires en 2014 et 2015, s'explique par le niveau des marges brutes de la première monte qui n'ont pas encore atteint leur niveau optimal, et ce en dépit d'une forte croissance d'activité⁴³.

L'amélioration du taux d'EBIT en 2014 à 13% tient compte des effets de synergies liés à l'intégration opérationnelle de Technofan dans le pôle industriel LPS (§ 3.3).

En 2015, après la prise en compte des dotations aux amortissements et provisions et le transfert de charges d'exploitation, le résultat d'exploitation ressort en baisse de 5,6%, ramenant la rentabilité à un niveau de résultat d'exploitation de l'ordre de 12% du chiffre d'affaires.

⁴⁰ Le programme LEAP porte sur un nouveau réacteur équipant notamment les A320neo, ainsi que les Boeing 737 Max et le Comac C919 chinois.

⁴¹ Avions d'affaires du constructeur Bombardier Aéronautique.

⁴² Bi-réacteurs de transport régional Embraer.

⁴³ Pour mémoire, la société a également procédé en 2015 au reclassement des subventions de recherche et technologie (« R&T ») en transfert de charges d'exploitation, historiquement classées en subventions d'exploitation ; ce reclassement a une incidence sur l'EBE dans le référentiel comptable français utilisé par la Société (§ 4.1.1).

3.4.2. Structure bilancielle

En distinguant principalement le Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») et la trésorerie, la structure bilancielle de Technofan a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

En K€	2011	2012	2013	2014	2015
Immobilisations incorporelles	268	218	171	225	316
Immobilisations corporelles	7 781	7 902	7 655	7 861	8 265
BFR	9 215	12 523	15 215	13 968	19 889
Actif économique	17 264	20 643	23 041	22 055	28 471
Actifs financiers non courants	6 231	8	8	12	8
Autres actifs / passifs	6 231	8	8	12	8
Provisions pour risques et charges	(5 863)	(8 374)	(11 392)	(10 014)	(6 755)
Provisions	(5 863)	(8 374)	(11 392)	(10 014)	(6 755)
Trésorerie et équivalents	2	1	2	1	3
Comptes courants et avances groupe	25 920	7 584	10 794	12 876	-
Dettes financières	(3 928)	(3 427)	(3 796)	(3 815)	(3 325)
Actif net - part du Groupe	39 626	16 434	18 657	21 114	18 402

3.4.2.1. Immobilisations incorporelles et corporelles

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées de logiciels d'application, les frais de recherche et développement étant enregistrés en charges.

Les immobilisations corporelles comprennent pour l'essentiel l'ensemble immobilier⁴⁴ intégralement dédié à l'exploitation, abritant les activités de la Société, ainsi que les installations techniques, matériel et outillages industriels ; les investissements de modernisation et de réaménagement des flux sur le site de Blagnac engagés en 2015 seront prolongés en 2016.

Pour mémoire, les actifs financiers à fin 2011 correspondaient à des actions propres, qui représentent économiquement des non-valeurs.

3.4.2.2. Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Historiquement, la société dispose d'un BFR positif⁴⁵ correspondant en moyenne à environ 2 mois de chiffre d'affaires. Le niveau élevé du BFR en 2015 est lié à la montée en cadence de nouveaux programmes, à l'arrivée en portefeuille de clients, notamment asiatiques, ainsi qu'à un événement ponctuel spécifique à un client historique.

⁴⁴ Terrains et constructions.

⁴⁵ BFR consommateur de *cash*.

En K€	2011	2012	2013	2014	2015
Stocks	11 312	15 415	15 796	17 524	17 899
Clients	10 361	15 038	14 110	16 579	20 709
Dettes fournisseurs	(11 868)	(14 410)	(10 828)	(15 570)	(12 364)
BFR d'exploitation	9 805	16 043	19 077	18 533	26 244
Créances fiscales et sociales	1 089	-	665	1 488	2 358
Dettes fiscales et sociales	(2 945)	(4 861)	(5 898)	(6 626)	(7 192)
BFR fiscal et social	(1 856)	(4 861)	(5 233)	(5 138)	(4 834)
Autres créances	3 036	3 435	2 781	2 184	2 019
Charges constatées d'avance	32	35	-	77	34
Produits constatés d'avance	(1 525)	(1 585)	(1 380)	(1 177)	(1 823)
Autres dettes	(278)	(543)	(31)	(511)	(1 750)
BFR autre	1 265	1 342	1 371	573	(1 520)
BFR	9 215	12 523	15 215	13 968	19 889
BFR en jours de CA	64	63	71	60	83
% CA	17,7%	17,6%	19,7%	16,7%	23,1%

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice *Swot*, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles elle est confrontée sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation du titre Technofan.

Forces	Faiblesses
- <i>Leadership</i> technologique notamment dans les systèmes de refroidissement avionique par fréquence fixe et variable - Expertise spécifique dans les moteurs électriques - Capacité à proposer des technologies performantes et innovantes - Récurrence des revenus (maintenance et services) - Stabilité de la base clients (première monte) en raison notamment des difficultés de substitution de fournisseurs - Présence auprès des constructeurs aéronautiques européens, notamment d'Airbus - Structure financière saine	- Dépendance à l'égard des cadences des constructeurs aéronautiques (première monte et services associés) - Obligation de maintien de stocks, de pièces de rechange et du service de réparation sur d'anciens programmes - Risque de concurrence de nombreux acteurs : <i>Airlines</i>, clients,... (services et maintenance) - Nécessité de rationaliser et moderniser la <i>supply chain</i> sur des activités difficilement robotisables
Opportunités	Menaces
- Marché captif - Evolution technologique permanente et élargissement des contraintes réglementaires dans le domaine aéronautique - Montée en puissance de la zone asiatique (pièces détachées, maintenance) et expansion de la flotte Airbus dans cette zone - Mise en place d'offres globales avec d'autres équipementiers face au développement des contrats à l'heure de vol (MRO)	- Aléas sur l'activité hors OEM - Circuits d'approvisionnement parallèles - Risque de double <i>sourcing</i> - Exposition à l'USD - Développement des contrats à l'heure de vol (MRO)

4. ÉVALUATION DU TITRE TECHNOFAN

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du titre Technofan, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement les caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société (§ 4.1), les méthodes de valorisation écartées et la référence incontournable au cours de bourse *nonobstant* la faible liquidité du titre (§ 4.2), puis les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer ce titre (§ 4.3 et § 4.4).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

La Société, ne détenant pas de filiale, établit ses comptes statutaires en conformité avec les dispositions légales et réglementaires applicables en France selon le règlement 99-03 du Comité de la Réglementation Comptable et ses modifications successives ainsi qu'avec les avis et recommandations ultérieurs du Conseil National de la Comptabilité.

Cependant, le *reporting* interne de Technofan à son actionnaire de référence⁴⁶ et par voie de conséquence le PMT (§ 4.4.4) sont élaborés dans un référentiel proche du référentiel comptable international IFRS utilisé par Safran pour l'établissement de ses comptes consolidés.

A fin 2014 et 2015, les principaux retraitements opérés pour le passage des capitaux propres statutaires aux capitaux propres retraités⁴⁷ de Technofan portent essentiellement sur la capitalisation des frais de développement⁴⁸, et dans une moindre mesure sur la révision de la valeur des immobilisations et du différentiel d'amortissement, l'activation du crédit-bail⁴⁹, ainsi que les avantages acquis au personnel⁵⁰ ; des impôts différés sont par ailleurs constatés :

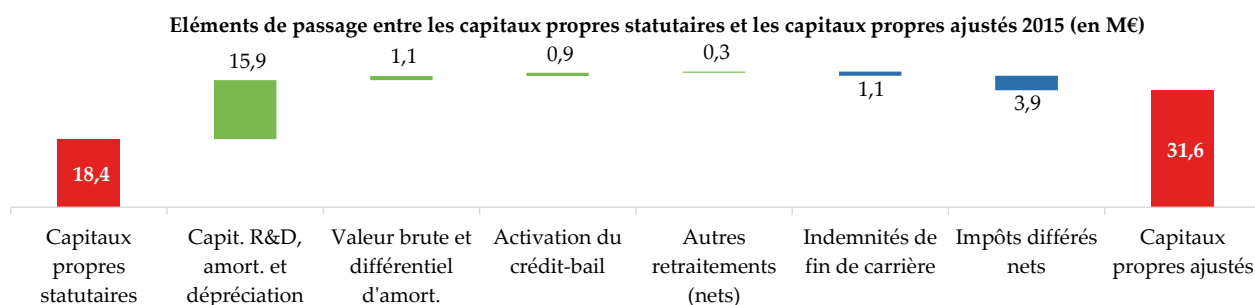
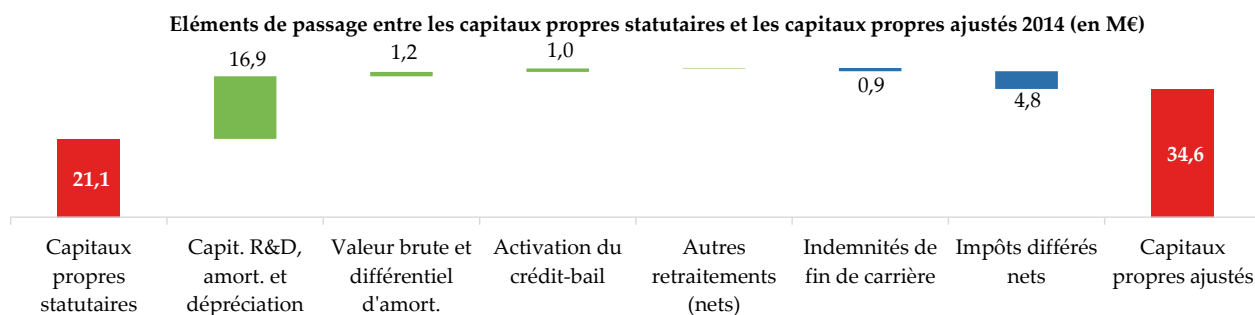
⁴⁶ La Société est intégrée globalement dans le périmètre de consolidation de Safran.

⁴⁷ « Passage du local aux IFRS » dans la terminologie Technofan.

⁴⁸ L'ensemble des dépenses de recherche et développement sont comptabilisées en charge dans les comptes statutaires (§ 4.1.6).

⁴⁹ Redevances de crédit-bail comptabilisées en charges dans les comptes statutaires.

⁵⁰ Indemnités de fin de carrière (IFC).



4.1.2. Nombre d'actions

En l'absence d'instruments dilutifs, nos calculs de la valeur unitaire de l'action Technofan ont été établis par référence au nombre de titres en circulation, soit 629.158 (§ 2.1.1).

4.1.3. Date d'évaluation

La Société clôture ses comptes annuels en fin d'année civile. L'évaluation du titre Technofan est par conséquent effectuée sur la base des comptes annuels de l'exercice clos le 31 décembre 2015, qui ont été certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes⁵¹, ajustés des retraitements opérés dans le *reporting* 2015 à Safran et à l'ouverture du PMT 2016-2019.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Technofan est le 27 mai 2015, date de suspension de la cotation après la clôture du marché.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.3.2) et taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 4.4.2) ont également été arrêtés au 27 mai 2015.

⁵¹ Cf. Rapport d'activité 2015 Technofan, pp. 66-67.

4.1.4. Endettement net financier

L'endettement de la Société, d'un montant de **3,3 M€** à fin 2015, est principalement constitué d'avances consenties par l'Etat dans le cadre du programme A380, remboursables au rythme des mises en service des avions.

La trésorerie de la Société est remontée en *cash pooling* à Safran.

En K€	2015
Trésorerie et équivalents	3
Dettes financières	(3 325)
Dette financière comptable	(3 321)

4.1.4.1. Endettement net financier en valorisation intrinsèque

L'endettement net financier de **9,7 M€** que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque correspond à l'endettement net financier mentionné *supra* majoré des provisions pour risques et charges seulement partiellement déductibles (§ 4.1.7), desquelles ont été décomptées un impôt différé⁵² :

En K€	2015
Trésorerie et équivalents	3
Dettes financières	(3 325)
Dette financière comptable	(3 321)
Provisions	(6 416)
Actifs financiers non courants	8
Dette financière nette	(9 729)

4.1.4.2. Endettement net financier en valorisation analogique

Nous retenons pour nos travaux de valorisation analogique l'endettement net financier hors provisions pour risques et charges (§ 4.1.4), qui ne sont pas intégrées dans la dette nette des comparables :

En K€	2015
Trésorerie et équivalents	3
Dettes financières	(3 325)
Dette financière comptable	(3 321)

⁵² Les provisions s'établissent à un montant total de **7,8 M€**, soit **6,4 M€** net d'impôt différé, calculé sur les indemnités de fin de carrière (2,4 M€) et les provisions pour garantie statistique (1,7 M€).

4.1.5. Immobilier

L'immobilier détenu par la Société est intégralement affecté à son exploitation, et ne fait l'objet d'aucun plan de cession.

4.1.6. Frais de recherche et développement

Comme évoqué *supra* (§ 3.4.2.1), l'intégralité des frais de recherche et développement (R&D) est enregistré en charges ; cette méthode, applicable dans le référentiel comptable français, explique le principal retraitement dans le passage des capitaux propres statutaires aux capitaux propres ajustés, lesquels requièrent la capitalisation des dépenses de développement (§ 4.1.1).

Au titre de ses activités de R&D, la Société est éligible au crédit d'impôt recherche⁵³.

Les transferts de charges enregistrés dans les comptes statutaires correspondent à des dépenses de R&T, sur des produits technologiquement viables, refacturés à LPS ; ils sont assimilés au chiffre d'affaires dans le *reporting* de Technofan à Safran.

4.1.7. Provisions pour risques et charges

La Société dispose d'un volant de provisions pour risques et charges, réparties à fin 2015 à proportion de 5,2 M€⁵⁴ de provisions pour garantie et de 2,6 M€⁵⁵ d'avantages au personnel et provisions résiduelles.

4.1.8. Constatation des revenus

Le chiffre d'affaires des biens vendus est constaté à leur livraison, tandis que celui lié aux activités de développement l'est à l'avancement des travaux⁵⁶.

⁵³ Le crédit d'impôt recherche est enregistré distinctement de l'impôt sur les sociétés.

⁵⁴ Dont :

- provisions pour garanties (3 à 5 ans) accordées aux clients à la charge de Technofan sur des produits vendus : **3,5 M€** ;
- provisions pour garantie statistiques au vu des coûts de réparation couvrant la période de garantie (généralement 3 ans) : **1,7 M€**.

⁵⁵ Engagements de retraite (IFC) actuariés (**1,4 M€**), médailles du travail et provisions résiduelles (**0,2 M€**) : **1,6 M€** dans les comptes statutaires, majorés de **1,0 M€** dans le *reporting* de Technofan à Safran (§ 4.1.1).

⁵⁶ Cette méthode est transposée *ipso facto* dans le *reporting* de Technofan à Safran, et ne donne donc lieu à aucun retraitement.

4.1.9. Opérations en devises

La Société est exposée à la parité EUR/USD, selon les années, sur historiquement environ 70-80% de ses ventes et 20-30% de ses achats (§ 3.2.2).

Les ventes et les achats en devises (en l'occurrence l'USD) sont convertis en euro au cours du mois de la transaction. La couverture de change assurée par Safran couvre l'année en cours⁵⁷, l'excédent du chiffre d'affaires sur les achats étant converti en euro au « cours couvert standard » ; à la clôture de l'exercice, les créances clients et les dettes fournisseurs sont converties au cours de clôture sans incidence sur le résultat.

4.1.10. Intégration fiscale

Technofan fait partie du périmètre d'intégration fiscale de Safran. La convention d'intégration fiscale stipule que la Société calcule et comptabilise sa charge d'impôt comme si elle n'était pas intégrée fiscalement, et règle sa dette d'impôt à Safran SA⁵⁸.

La Société n'affiche aucun déficit fiscal à fin 2015.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de la référence à l'Actif Net Réévalué (§ 4.2.1), de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2) et de la valorisation analogique du titre par les multiples transactionnels (§ 4.2.3).

La référence aux cours de bourse est mentionnée dans le cadre de l'Opération à titre informatif au regard du Prix d'Offre, mais en raison des caractéristiques du titre Technofan ne peut être considérée comme une méthode d'évaluation en tant que telle ; à défaut de suivi de ce titre par les analystes, la référence au cours cible s'avère inopérante (§ 4.2.4).

4.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou au hors-bilan à ce jour ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC.

⁵⁷ Technofan a ainsi bénéficié de la part de Safran d'une couverture de change de 1 € = 1,25 \$ en 2015 et est couvert à raison de 1 € = 1,24 \$ en 2016. Le cours couvert des années suivantes est mentionné dans la communication financière du groupe Safran et s'appliquera à Technofan : 1 € = 1,23 € en 2017 ; 1 € = 1,20 € en 2018 et 2019.

⁵⁸ Société faîtière du groupe Safran.

A titre purement indicatif, les comptes publiés font ressortir un ANC au 31 décembre 2015 de 29,2 € par action⁵⁹ (*versus* 33,6 € par action au 31 décembre 2014⁶⁰). Sur la base des comptes ajustés, l'ANC au 31 décembre 2015 s'établit à 50,2 €⁶¹ par action (*versus* 55,0 € par action au 31 décembre 2014⁶²).

4.2.2. Actualisation des dividendes

La Société a versé les dividendes suivants au titre des cinq derniers exercices :

	2011	2012	2013	2014	2015
Dividendes par action versés au titre de l'exercice n	32,80 €	5,80 €	9,33 €	16,00 €	11,69 €

Depuis 2011, la politique de distribution de dividendes de Technofan a consisté à reverser la totalité de son résultat net en dividendes.

Le postulat de reconduction de ce taux de distribution de dividendes dans le futur nous a conduits à recourir à l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4).

4.2.3. Valorisation analogique par les transactions

La méthode des comparables transactionnels externes peut être mentionnée à titre informatif ; en effet, plusieurs transactions récentes ont impliqué des sociétés que nous considérons comme comparables à Technofan. Toutefois, l'information publique sur ces opérations reste parcellaire, ce qui ne permet pas de disposer de paramètres de référence pertinents⁶³.

Les multiples transactionnels estimés avec ces limitations sont relativement concordants avec ceux de notre échantillon de sociétés de comparables boursiers (§ 4.3).

⁵⁹ Capitaux propres statutaires au 31 décembre 2015 : 18.402.252 € (§ 3.4.2) / 629.158 actions = 29,2 €.

⁶⁰ Capitaux propres statutaires au 31 décembre 2014 : 21.113.996 € (§ 3.4.2) / 629.158 actions = 33,6 €.

⁶¹ Capitaux propres ajustés au 31 décembre 2015 : 31,6 M€ (§ 4.1.1) / 629.158 actions = 50,2 €.

⁶² Capitaux propres ajustés au 31 décembre 2014 : 34,6 M€ (§ 4.1.1) / 629.158 actions = 55,0 €.

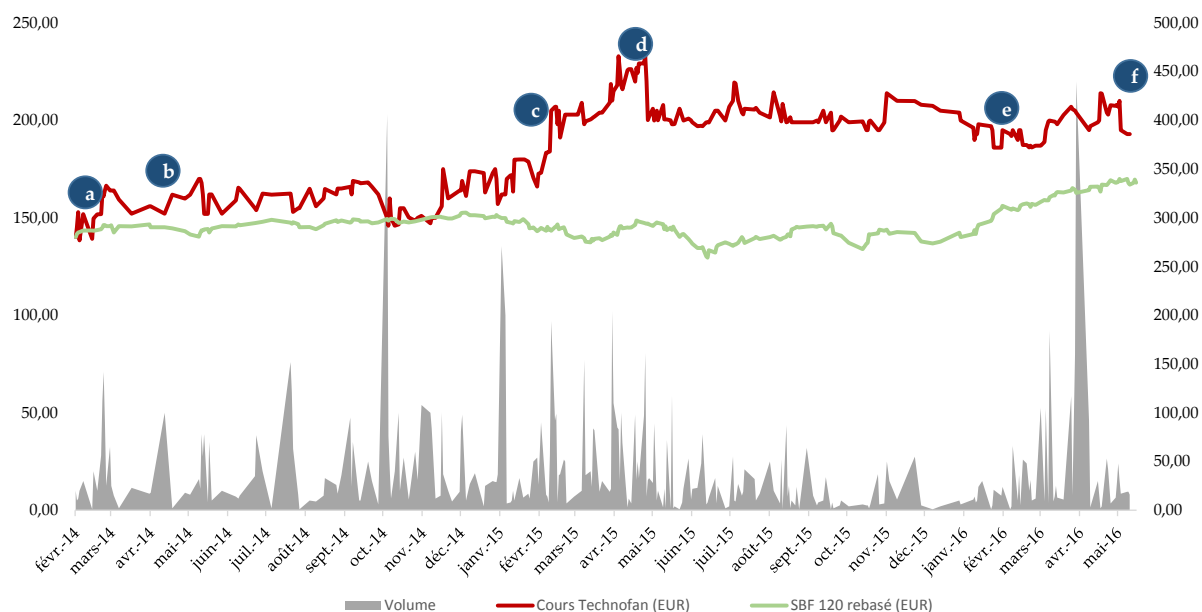
⁶³ En particulier, nous ne disposons pas d'informations exploitables sur les prises de contrôle en 2014 de AOA par Diehl, ni de Enviro Systems par Zodiac.

4.2.4. Référence au cours de bourse

La référence à la valeur boursière du titre est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours.

4.2.4.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution du cours du titre Technofan par rapport à l'indice SBF 120⁶⁴ observé début février 2014 :



Date	Evènements
a 18 février 2014	Publication des résultats de l'exercice 2013
b 6 mai 2014	Annonce du détachement de coupon d'un montant de 9,33 €
c 19 février 2015	Publication des résultats de l'exercice 2014
d 6 mai 2015	Annonce du détachement de coupon d'un montant de 16,00 €
e 17 février 2016	Publication des résultats de l'exercice 2015
f 13 mai 2016	Annonce du détachement de coupon d'un montant de 11,69 €

Les principales évolutions du cours de bourse de Technofan au cours de la période d'observation sont les suivantes :

- une surperformance du titre Technofan (+24,41%) par rapport à notre indice de référence SBF 120 ;
- une relative stabilité du titre entre avril et octobre 2014 ;
- une appréciation continue du titre d'octobre 2014 à mai 2015 (+ 60%) sous l'effet de l'intégration des sociétés Labinal, Safran Power, Safran Engineering Services

⁶⁴ Au regard du caractère très étendu du CAC All Shares sur lequel se positionne le titre Technofan, nous n'avons pas retenu la comparaison avec cet indice.

et Technofan sous l'entité Labinal Power Systems (§ 3.3) et de la publication des résultats ;

- une relative stabilisation du cours depuis mai 2015 associé à de très faibles volumes échangés.

Si l'évolution de la cotation du titre Technofan et des échanges semble relativement corrélée aux dates de publications des comptes et des annonces des dividendes, l'analyse quotidienne de l'évolution de l'action et des volumes en bourse met toutefois en évidence le caractère volatil du cours et occasionnel des échanges.

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes au 27 mai 2016⁶⁵ :

Date de référence	27-mai-16
Spot	191,0 €
Moyenne pondérée 20 jours	201,9 €
Moyenne pondérée 60 jours	200,4 €
Moyenne pondérée 120 jours	198,7 €
Moyenne pondérée 250 jours	200,1 €
+ haut 12 mois	219,5 €
+ bas 12 mois	186,0 €

Il ressort de l'analyse boursière que l'action Technofan évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de **191,0 € à 201,9 €** au cours des 250 derniers jours de négociation ; le cours *spot* au 27 mai 2016 se situe à **191,0 €**.

Pour mémoire, nous n'avons pas identifié de cours ayant atteint le prix d'Offre⁶⁶.

L'étroitesse du flottant⁶⁷, associée à une faible rotation⁶⁸ (11,8% sur 12 mois) et à l'absence de transactions quotidiennes⁶⁹, nous conduisent au constat de la faible liquidité⁷⁰ du titre Technofan et ainsi à relativiser la référence au cours de bourse par rapport aux autres méthodes d'évaluation analogique (§ 4.3) et intrinsèque (§ 4.4).

⁶⁵ Cours moyens pondérés par les volumes de source *Bloomberg*.

⁶⁶ Depuis juillet 1991, borne de l'historique disponible dans *Bloomberg*.

⁶⁷ 4,85% du capital.

⁶⁸ Rotation du flottant : moyenne du volume échangé rapporté au nombre de titres composant le flottant.

⁶⁹ 128 jours de transactions sur les douze derniers mois (*versus* 259 jours de cotation du SBF 120).

⁷⁰ Sur les douze derniers mois au 27 mai 2015, seuls 27 titres ont été échangés par jour en moyenne.

4.2.4.2. Cours cible

En l'absence de suivi du titre par les analystes, la référence aux cours de bourse cible n'est pas applicable.

4.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique du titre Technofan par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) d'un panel de comparables boursiers.

4.3.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Technofan réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs ; la Société, par sa taille et ses activités, se démarque nettement des gros équipementiers⁷¹ de l'aéronautique, dont les marges sont moindres et l'intensité capitalistique nettement plus élevée.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons constitué un échantillon composé de sociétés cotées en France, en Europe et aux Etats-Unis évoluant dans le secteur de l'aéronautique, pour certaines en position d'équipementiers⁷².

Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **annexe 7** et en **annexe 8** :

Société	Pays	Capi. Bours. (en M€)
SAFRAN SA	France	25 076
LEONARDO-FINMECCANICA SPA	Italie	6 228
ZODIAC AEROSPACE	France	5 983
B/E AEROSPACE INC	Etats-Unis	4 299
MTU AERO ENGINES AG	Allemagne	4 363
MEGGITT PLC	Grande Bretagne	3 971
LISI	France	1 320
SENIOR PLC	Grande Bretagne	1 141
FIGEAC-AERO	France	639
CTT SYSTEMS AB	Suède	83

⁷¹ Airframers (Latécoère, Rolls-Royce,...).

⁷² Position d'équipementier toutefois non exclusive au regard de la taille des sociétés composant l'échantillon de comparables, plus importante que celle de Technofan.

4.3.2. Modalités de calcul des multiples d'EBITDA et d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Technofan sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des entités comparables qui ne sont pas toutes françaises.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples médians VE/EBITDA et VE/EBIT pour 2016, 2017 et 2018, associés à la dette nette au 31 décembre 2015 (§ 4.1.4.2).

Afin de corroborer le choix des agrégats d'EBITDA et d'EBIT, par ailleurs usuellement utilisés dans le secteur, nous avons effectué des analyses de régression linéaire des multiples de chiffres d'affaires en fonction (i) des marges d'EBITDA et (ii) des marges d'EBIT sur les années 2016 à 2018 ; la régression linéaire affiche des coefficients de corrélation R^2 ⁷³ compris entre 0,3 et 0,8, à l'avantage du choix de l'EBIT. Ce dernier reste toutefois impacté des différentiels d'investissement et d'amortissement entre les sociétés composant le panel de comparables ; nous avons donc conservé les deux agrégats EBITDA et EBIT.

Pour déterminer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne un mois⁷⁴ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes⁷⁵.

⁷³ En termes statistiques, le coefficient R^2 , compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

⁷⁴ Au 27 mai 2016.

⁷⁵ Source : *Bloomberg* et *Infinancials* pour CTT Systems AB.

Société	VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
LEONARDO-FINMECCANICA SPA	5,2x	4,9x	4,7x	8,9x	8,2x	7,7x
ZODIAC AEROSPACE	17,1x	12,9x	10,7x	24,8x	17,1x	13,1x
B/E AEROSPACE INC	11,1x	10,4x	9,7x	13,1x	12,2x	11,5x
MTU AERO ENGINES AG	9,2x	8,5x	7,7x	13,0x	11,8x	10,8x
MEGGITT PLC	9,1x	8,5x	8,1x	14,6x	13,1x	11,8x
LISI	6,4x	5,7x	5,3x	9,4x	8,2x	7,4x
SENIOR PLC	8,3x	7,8x	7,0x	11,5x	10,4x	9,2x
FIGEAC-AERO	8,6x	6,4x	5,6x	12,8x	8,9x	7,6x
CTT SYSTEMS AB	14,4x	12,0x	10,6x	17,7x	14,4x	12,4x
Moyenne	9,9x	8,6x	7,7x	14,0x	11,6x	10,2x
Médiane	9,1x	8,5x	7,7x	13,0x	11,8x	10,8x

Pour mémoire, nous avons également valorisé les titres Technofan à partir des seuls multiples de Safran⁷⁶, qui *in fine* se situent en retrait de ceux issus de l'échantillon de comparables, et conduiraient dès lors à une valorisation analogique légèrement inférieure à celle que nous retenons en synthèse (§ 4.3.3).

Société	VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SAFRAN SA	8,1x	7,8x	7,1x	10,9x	10,8x	9,9x

4.3.3. Synthèse

Après application aux agrégats prévisionnels 2016 à 2018 de Technofan des multiples des comparables boursiers⁷⁷, et sous déduction (i) de l'endettement net de 3,3 M€ et (ii) du détachement de coupon de 11,69 € (§ 1.1.1), la valeur analogique du titre Technofan se situe dans une fourchette comprise entre **160 € et 217 €**⁷⁸.

4.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash Flows (DCF)*

Nous avons recherché une valeur intrinsèque de la Société et de son titre en actualisant, à compter du 31 décembre 2015, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2016-2019 établi par la Direction.

⁷⁶ Dans l'éventualité d'un réinvestissement par un actionnaire de Technofan au capital de Safran.

⁷⁷ Nous n'avons pas appliqué de décote aux multiples, *nonobstant* la disparité de taille des sociétés comprises dans l'échantillon de comparables boursiers.

⁷⁸ Les valeurs intermédiaires réparties dans cet intervalle figurent en synthèse de la valorisation multicritère du titre Technofan (§ 5).

4.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (en fonction du niveau des fonds propres et des financements externes). Les *cash-flows* futurs correspondent schématiquement à l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) fiscalisé diminué des investissements (Capex) et ajusté de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

Le calcul de la valeur résiduelle au-delà de la période explicite de prévisions repose sur la capitalisation du *cash-flow* récurrent au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme⁷⁹. Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des *cash-flows* correspond au coût du capital (*Cost of Capital* ou « **CoC** ») combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement net financier.

4.4.2. Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé selon la méthode directe, au coût du capital.

Le taux d'actualisation est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise, non endetté.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un beta médian désendetté à partir de notre échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables (§ 4.3.1). Sur cette base, le beta de l'actif économique est estimé à **0,85**⁸⁰.

⁷⁹ Méthode dite de Gordon Shapiro.

⁸⁰ Pour information :

- le dernier beta de l'actif économique estimé par Damodaran pour l'industrie de l'Aéronautique et Défense, sur un échantillon nécessairement beaucoup plus large de sociétés, est égal à 1,17. Source : Damodaran, janvier 2016. [\[En ligne\]](#) ;
- le beta sur 3 ans de Safran ressort à (0,91) (source : *Bloomberg*).

Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **0,84 %** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)⁸¹ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,16%**⁸² ;
- une prime de risque spécifique de **1%**, pour traduire la différence de taille existante entre Technofan et les sociétés considérées comme comparables⁸³ ; ce niveau de prime spécifique, qui au cas d'espèce ne peut être assimilée à une décote d'illiquidité compte tenu des objectifs mêmes de l'Opération rendant la liquidité aux porteurs de titres, est cohérent avec les études académiques publiées sur la problématique des primes et décotes⁸⁴.

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé à **8,8%** :

Coût du Capital	
Taux sans risque	0,84%
Beta désendetté	0,85
Prime de risque	8,16%
Prime de taille	1,00%
CoC	8,80%

4.4.3. Taux de croissance

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de 2 %⁸⁵ à l'horizon du plan d'affaires, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme en Europe⁸⁶. Ce taux de croissance perpétuel prolonge le taux de progression de 2% du chiffre d'affaires constaté dans le PMT entre 2018 et 2019 (§ 4.4.4).

4.4.4. Plan d'affaires

Nous avons analysé de façon critique le plan d'affaires de la Direction, et avons discuté avec nos interlocuteurs des hypothèses envisagées.

⁸¹ Source : Banque de France. [\[En ligne\]](#).

⁸² Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9%** (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,84%, induit une prime de risque de **8,16%**.

⁸³ Au regard du mode de calcul du beta de l'actif économique.

⁸⁴ BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « Firm Value and Marketability Discounts ». [\[En ligne\]](#) ; SFEV (2008). *Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières*. [\[En ligne\]](#).

⁸⁵ Ce taux de 2% intègre, outre l'inflation à son niveau actuel, une perspective de croissance du marché à long terme.

⁸⁶ FMI (2016). Taux de croissance compatible avec les prévisions. « Perspective de l'économie mondiale », avril 2016, p. 38. [\[En ligne\]](#).

Le plan d'affaires, élaboré par la Direction mi-2015 et actualisé en septembre 2015⁸⁷ puis dernièrement en mai 2016 à l'issue de la dernière prévision budgétaire pour l'exercice 2016 (Actu 2 2016), s'étend sur la période explicite comprise entre 2016 et 2019 et est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une augmentation du chiffre d'affaires entre 2016 et 2019 justifiée par (i) une croissance des cadences de livraison des avions (A350, A320), notamment en 2017, et (ii) les effets du développement du secteur aérien en Asie, dont les principaux leviers sont issus des activités de maintenance et de pièces détachées ;
- un niveau d'EBIT⁸⁸ en progression par rapport à l'historique en raison des gains de productivité et de la fin de la période de lancement des projets⁸⁹ ; en effet, une période de 3 à 5 années est nécessaire pour enregistrer un niveau de marges optimal sur un projet et bénéficier ainsi des retours sur investissement (A350, LEAP) ;
- un volant d'investissement stable par rapport à l'activité et en ligne avec les niveaux historiques.

Le plan d'affaires a été élaboré dans le scénario d'une croissance exclusivement organique, en tenant compte de taux de change prédéterminés par le groupe Safran⁹⁰, et d'un taux d'impôt sur les sociétés (« IS ») correspondant au taux de droit commun de 33,3% que nous avons réajusté à 34,4%⁹¹, la totalité des résultats étant fiscalisée en France ; le crédit d'impôt recherche, par construction, est différencié de l'IS dans le PMT.

Nous avons été conduits par ailleurs à examiner la cohérence du plan d'affaires au regard de la dernière prévision budgétaire Actu 2 2016, et à en ajuster quelques agrégats, sans avoir à en remettre en cause les principaux *drivers*.

Nous considérons que les hypothèses d'exploitation du plan d'affaires telles que présentées par la Direction et les aléas d'exécution au regard de la situation actuelle

⁸⁷ Le PMT a été intégré au plan d'affaires de Labinal Power Systems, ce dernier ayant été présenté et inclus dans le plan d'affaires consolidé du groupe Safran.

⁸⁸ Comprenant, après ajustement de la construction du plan d'affaires pour les besoins de l'évaluation, la totalité de l'enveloppe de participation des salariés.

⁸⁹ *Ramp-up*.

⁹⁰ Pour 2016, Technofan bénéficie de la politique de couverture de change du Groupe Safran, soit une parité de 1,24 EUR/USD ; les parités retenues pour les années suivantes sont de respectivement 1,23 EUR/USD pour 2017 et 1,20 EUR/USD pour 2018 et 2019 (§ 4.1.9) ; ces parités sont légèrement supérieures aux taux *forward* de source *Bloomberg*, au moment de l'élaboration du plan d'affaires, et actuellement.

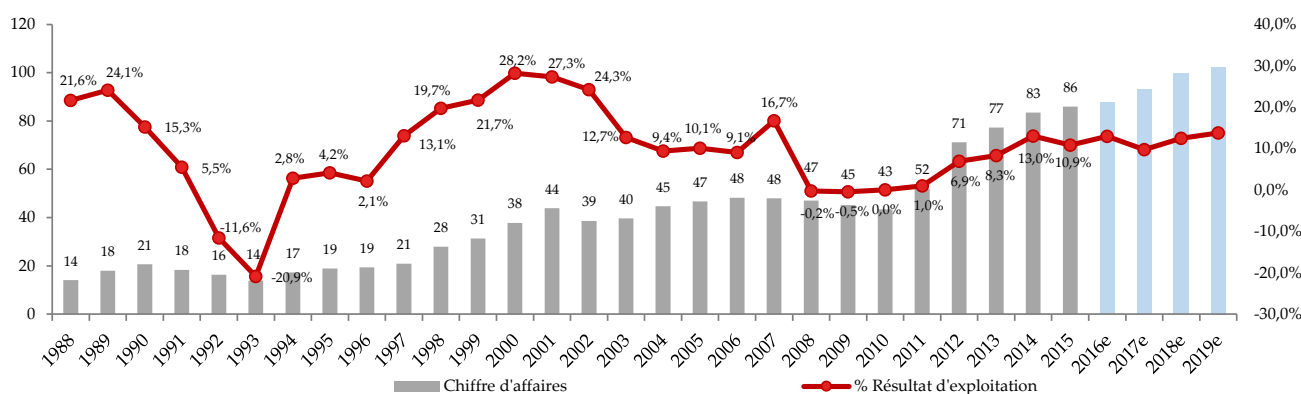
⁹¹ Nous avons ainsi tenu compte de l'incidence de la contribution sociale de 3,3% sur l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,3%, sur une base diminuée de l'abattement annuel de 763.000 €.

du marché confèrent à ces prévisions un caractère volontariste ; le PMT postule en particulier, sur le plan opérationnel, la capacité de la Société à mener et à atteindre plusieurs objectifs de front, dans le domaine notamment des achats et de la production. Compte tenu de l'arrivée à maturité de plusieurs programmes, l'horizon 2018-2019 correspond à un haut de cycle pour l'activité et la rentabilité⁹² de Technofan, qui table sur la dynamique de l'activité OEM portée par le plein effet des cadences, et une normalisation du niveau des activités après-vente et réparations, à l'appui d'un outil industriel dimensionné aux besoins.

A titre illustratif de cet effet de cycle, nous avons mis en perspective les quatre années de prévisions du plan d'affaires avec un historique sur longue période, mettant en évidence :

- après une période d'investissements technologiques à la fin des années 2000 dans le programme A380, dont a bénéficié l'A350, un effet « ciseau » entre l'évolution de l'activité et celle de la rentabilité en 2016 se résorbant dès 2017 ;
- un haut de cycle à l'horizon 2019, non seulement pour la Société, mais plus généralement pour l'aviation commerciale depuis quelques années⁹³, en attente de nouvelles générations d'appareils mono couloir qui impliqueront le franchissement de nouveaux sauts technologiques :

Performances historiques et prévisionnelles (en M€, en %)



Source : Bloomberg et Technofan

⁹² Optimisation des taux de marges par programme au regard de l'historique.

⁹³ Avec de nombreuses versions « neo » (*new engine option*, par opposition aux versions « ceo » ou *current engine option*) d'appareils de conception ancienne (A320).

La valeur terminale retenue en fin de période de prévisions résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un niveau de résultat d'exploitation (EBIT) fiscalisé⁹⁴ considéré comme récurrent⁹⁵ ; ce niveau d'EBIT est déterminé à partir du chiffre d'affaires 2019 inflaté du taux de croissance perpétuelle, qui en cohérence avec le taux de progression du chiffre d'affaires constaté entre 2018 et 2019 ; le taux de rentabilité d'exploitation normatif est en ligne avec celui observé globalement sur notre échantillon de sociétés comparables (**annexe 7**) ;
- de l'actualisation de la valeur ainsi obtenue.

4.4.5. Synthèse

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et des capitaux propres de la Société ainsi que de la valeur de l'action Technofan aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuel retenu pour le calcul de la valeur terminale :

⁹⁴ Le taux normatif correspond au taux de 34,4% ; dans un raisonnement à environnement fiscal constant, nous avons par ailleurs pérennisé le flux de crédit d'impôt recherche (CIR) et de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE).

⁹⁵ À l'issue de la période explicite, les dotations aux amortissements sont réputées égales aux investissements, et la variation de BFR, par simplification et afin de ne pas obérer le flux récurrent, est neutralisée.

Sensibilité de la valeur d'entreprise (en M€)

g / Wacc	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
1,50%	159,4	148,1	138,3	129,8	122,3
1,75%	164,8	152,7	142,3	133,2	125,3
2,00%	170,7	157,7	146,5	136,8	128,4
2,25%	177,2	163,0	151,0	140,7	131,8
2,50%	184,3	168,9	156,0	144,9	135,4

Sensibilité de la valeur des capitaux propres (en M€)

g / Wacc	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
1,50%	149,6	138,3	128,6	120,1	112,6
1,75%	155,1	142,9	132,5	123,5	115,5
2,00%	161,0	147,9	136,8	127,1	118,7
2,25%	167,5	153,3	141,3	131,0	122,1
2,50%	174,5	159,2	146,2	135,2	125,7

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action Technofan (en €)

g / Wacc	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
1,50%	226,1 €	208,2 €	192,7 €	179,1 €	167,2 €
1,75%	234,8 €	215,5 €	198,9 €	184,6 €	172,0 €
2,00%	244,2 €	223,4 €	205,7 €	190,3 €	177,0 €
2,25%	254,5 €	232,0 €	212,9 €	196,5 €	182,3 €
2,50%	265,7 €	241,3 €	220,7 €	203,2 €	188,1 €

La valeur centrale intrinsèque de l'action Technofan de **206 €⁹⁶** est comprise dans une fourchette de **185 € à 232 €**.

La valeur d'entreprise sous-tendant cette évaluation intrinsèque de l'action Technofan renvoie à un multiple d'EBIT en ligne avec la moyenne des multiples du panel de comparables à l'horizon 2019.

Nous avons analysé la sensibilité de la modélisation DCF aux variations potentielles de la parité USD/EUR, sur la base des éléments constitutifs de l'exposition nette de Technofan à l'USD sur la durée du PMT et des variantes plausibles⁹⁷ d'évolution des taux couverts (§ 4.1.9) transmis par la Société.

Ces modifications de parité USD/EUR confirment *a minima* le niveau de prime extériorisée par le prix d'Offre en haut de fourchette de la valorisation du titre Technofan en DCF.

⁹⁶ Capitaux propres : 136,8 M€ / 629.158 actions – détachement de coupon au titre de 2015 : 11,69 € (§ 2.1.1).

⁹⁷ Variante 1 : 1,21 EUR/USD pour 2017 ; 1,17 EUR/USD pour 2018 ; 1,15 EUR/USD pour 2019 ; Variante 2 : 1,22 EUR/USD pour 2017 et 1,18 EUR/USD pour 2018 et 2019.

5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DU TITRE TECHNOFAN

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère du titre Technofan sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de **245 €** sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :

	Valeur par action en €			Prime induite en %		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours de bourse						
Cours spot au 27 mai 2016		191,0 €			28,3%	
Cours moyen pondéré par les volumes - 20 jours		201,9 €			21,3%	
Cours moyen pondéré par les volumes - 60 jours		200,4 €			22,3%	
Cours moyen pondéré par les volumes - 120 jours		198,7 €			23,3%	
Cours moyen pondéré par les volumes - 250 jours		200,1 €			22,5%	
Multiples boursiers						
VE/EBITDA	161,4 €	175,1 €	190,2 €	51,8%	39,9%	28,8%
VE/EBIT	160,3 €	203,7 €	217,3 €	52,8%	20,3%	12,8%
Actualisation des flux futurs de trésorerie	184,6 €	205,7 €	232,0 €	32,8%	19,1%	5,6%

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime sur chaque critère d'évaluation, notamment de plus de 20% sur le cours et de l'ordre de 19% sur la valeur centrale en DCF ; ces niveaux de prime sont cohérents au regard des offres publiques de retrait de cote intervenues au cours des dernières années⁹⁸.

Aux bornes hautes de chaque critère d'évaluation, nous constatons également de façon systématique l'existence d'une prime extériorisée par le Prix d'Offre.

⁹⁸ Nous nous référons à la période 2013-2016.

6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE DEGROOF PETERCAM FINANCE PRÉSENTÉS PAR BANQUE DEGROOF PETERCAM FRANCE

Nous avons examiné la restitution⁹⁹ des travaux d'évaluation réalisés par Degroof Petercam Finance et présentés par Banque Degroof Petercam France.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles de l'Évaluateur.

Il ressort de la confrontation des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

6.1. Dette financière nette

L'Évaluateur a assimilé à la dette financière nette au 31 décembre 2015 le montant des dividendes au titre de l'exercice 2015, à hauteur de 7,4 M€¹⁰⁰ ; il en résulte une dette financière de 17,7 M€ en valorisation intrinsèque et de 9,6 M€ en valorisation analogique. Hors dividendes à verser, la dette financière ressortirait à **10,3 M€** en valorisation intrinsèque et à **2,2 M€** en valorisation analogique ; c'est sur cette base que la comparaison avec nos travaux peut être faite.

En effet, nous raisonnons sur une dette financière nette de **9,7 M€** en valorisation intrinsèque et de **3,3 M€** en valorisation analogique (§ 4.1.4), en retranchant par ailleurs de la valeur unitaire obtenue de l'évaluation multicritère du titre Technofan, le montant des dividendes versés au titre de l'exercice 2015 par le détachement de coupon de **11,69 €** (§ 2.1.1).

La différence de dette financière :

- en valorisation intrinsèque résulte pour l'essentiel des écarts de montants, nets d'impôts différés, des provisions pour risques et charges assimilés à la dette¹⁰¹, intégrés dans nos modélisations DCF respectives (§ 4.1.4.1) ;
- en valorisation analogique tient au fait que l'Évaluateur, d'une part, a normalisé le niveau de BFR à fin 2015, jugé trop élevé en raison d'événements conjoncturels (§ 3.4.2.2), à 13% du chiffre d'affaires, et, d'autre part, retient les provisions pour risques et charges dans la dette financière, alors que nous les en excluons (§ 4.1.4.2).

⁹⁹ Sous la forme du rapport d'évaluation établi par Degroof Petercam Finance et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre inclus dans le dernier projet de note d'information conjointe aux sociétés Technofan et Safran.

¹⁰⁰ Coupon 2015 : 11,69 € * nombre d'actions : 629.158 = 7,4 M€ (§ 2.1.1).

¹⁰¹ A la différence de l'Évaluateur, nous avons calculé un impôt différé sur les provisions pour garantie statistique.

6.2. Valorisation analogique par les comparables

6.2.1. Composition des échantillons de comparables respectifs

La comparaison des valorisations de Degroof Petercam Finance et de Ledouble par les comparables boursiers fait apparaître une différence dans la composition de l'échantillon.

L'Évaluateur a retenu un panel de neuf sociétés : Zodiac Aerospace, Finmeccanica, B/E Aerospace, Meggitt, MTU Aero Engines, Cobham, Senior, CTT Systems et, à titre indicatif, Safran ; par ailleurs, les capitalisations boursières ont été relevées en cours *spot* au 27 mai 2016.

Notre panel de comparables se recoupe avec celui de l'Évaluateur aux différences suivantes près :

- il inclut deux sociétés françaises¹⁰² évoluant dans le secteur de l'aéronautique (LISI et Figeac Aero) ;
- il exclut en revanche la société Cobham dont l'activité nous paraît trop orientée sur les « systèmes électronique et connectivité ».

En outre, nous avons appréhendé les capitalisations boursières sur une moyenne pondérée 1 mois au 27 mai 2016.

6.2.2. Choix et construction des multiples boursiers

Les valorisations de l'Évaluateur sont obtenues à partir (i) d'une analyse de régression sur les multiples de chiffres d'affaires et (ii) des multiples médians de rentabilité (VE/EBITDA et VE/EBIT) ; nous avons retenu le consensus sous-tendant le calcul des multiples médians de rentabilité (VE/EBITDA et VE/EBIT), et n'avons pas exploité les multiples VE/CA, considérant la relative corrélation entre l'activité et la rentabilité (§ 4.3.2).

Au final, la fourchette de valeurs retenues par l'Évaluateur est toutefois proche de la nôtre et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

¹⁰² La France représente plus de 40% des facturations commerciales en 2015.

6.3. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

L'examen comparé de l'application de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) met également en exergue quelques différences entre Degroof Petercam Finance et Ledouble, notamment :

- sur un plan méthodologique, l'Évaluateur retient un flux normatif découlant de la marge d'EBITDA de l'année 2019, alors que nous avons considéré en fin de plan d'affaires une valeur terminale en nous rapportant à l'EBIT de l'année 2019, considérée comme année « plateau » après examen de la cyclicité de l'historique à fin 2015 et des prévisions à 4 ans ;
- par simplification et au regard du caractère peu significatif de la variation de BFR en 2019, nous retenons en effet une variation nulle du BFR en année normative, contre une variation de BFR en ligne avec celle du chiffre d'affaires pour l'Évaluateur, qui perpétue ainsi la consommation de *cash* lié à la variation de BFR ;
- le taux d'actualisation retenu par Degroof Petercam Finance est de 9,27%, *versus* 8,80% pour Ledouble :

	Expert indépendant	Source	Evaluateur	Source
Taux sans risque	0,84%	OAT 10 ans moyenne 1 an Banque de France	1,10%	OAT 10 ans moyenne 2 ans Banque de France
Beta désendetté	0,85	Bloomberg	0,94	Bloomberg
Prime de risque	8,16%	Ledouble	4,90%	Duff & Phelps
Prime de taille	1,0%	Ledouble	3,6%	Duff & Phelps
Coût du Capital	8,80%		9,27%	

- le différentiel de taux de croissance perpétuel est de 0,5 points : 2% pour Ledouble *versus* 1,5% pour l'Évaluateur.

6.4. Synthèse sur la valorisation du titre Technofan

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de Degroof Petercam Finance présentés par Banque Degroof Petercam France est exposée ci-après¹⁰³ :

	Expert indépendant			Evalueur		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours de bourse						
Cours spot au 27 mai 2016		191,0 €			191,0 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 20 jours		201,9 €			202,3 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 60 jours		200,4 €			200,6 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 120 jours		198,7 €			199,0 €	
Cours moyen pondéré par les volumes - 250 jours		200,1 €			200,4 €	
Multiples boursiers						
VE/CA	-	-	-	160,1 €	193,7 €	204,9 €
VE/EBITDA	161,4 €	175,1 €	190,2 €	176,5 €	192,6 €	213,1 €
VE/EBIT	160,3 €	203,7 €	217,3 €	159,5 €	207,3 €	210,5 €
Actualisation des flux futurs de trésorerie	184,6 €	205,7 €	232,0 €	165,1 €	186,2 €	213,5 €

¹⁰³ Ledouble : cours moyens pondérés par les volumes de source *Bloomberg* ;

Degroof Petercam Finance : cours et volumes de source *Bloomberg*, cours moyens pondérés par les volumes calculés par l'Évaluateur.

7. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre Technofan, nous sommes d'avis que le prix proposé de 245 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique de Retrait suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Paris, le 30 mai 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE
Associé

Stéphanie GUILLAUMIN
Directeur Associée

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Performance historique et prévisionnelle des comparables Annexe 7
- Présentation des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

➤ **Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société
- Echanges avec la Direction et les Conseils sur les bases de valorisation du titre et sur les modalités de l'OPR-RO

➤ **Travaux de valorisation**

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Analyse détaillée du plan d'affaires et des réalisations
- Recensement des approches complémentaires d'analyse de la valeur et des primes extériorisées par le Prix d'Offre
- Evaluation multicritère du titre de la Société

➤ **Rapport**

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une lettre de mission
- Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Administration et supervision de la Mission

➤ **Rémunération**

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit à 50 000 € hors taxes.

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

➤ **Semaine du 25 avril au 1er mai 2016**

- Réponse à l'appel d'offres en vue du choix de l'expert indépendant
- Contacts préalables avec les Conseils
- Recherche et début d'exploitation des informations publiques sur la Cible

➤ **Semaine du 2 au 8 mai 2016**

- Présentation des principes et de la structure de l'Opération
- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'administration
- Lettre de mission (3 mai 2016)
- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, l'Initiateur et les Conseils
- Poursuite de l'exploitation des informations publiques sur la Cible
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Requête documentaire

➤ **Semaine du 9 au 15 mai 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction et les Conseils
- Exploitation des informations comptables et financières de la Société disponibles au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015
- Analyse du budget 2016 et du plan d'affaires 2016-2019
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données et mise à jour des recherches documentaires
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire et poursuite de l'évaluation multicritère

➤ **Semaine du 16 au 22 mai 2016**

- Rencontre avec la Direction
- Visite des installations de la Société à Blagnac
- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, l'Initiateur et les Conseils
- Mise à jour des approches de valorisation
- Prise de connaissance des projets de note d'information conjointe et de notes d'information relatives aux caractéristiques de la Cible et de l'Initiateur
- Examen du projet de rapport de l'Évaluateur
- Rédaction du projet de Rapport

➤ **Semaine du 23 au 29 mai 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, l'Initiateur et les Conseils
- Finalisation de l'évaluation multicritère et du projet de Rapport
- Proposition de lettre d'affirmation
- Examen des derniers projets de note d'information conjointe et de notes d'information relatives aux caractéristiques de la Cible et de l'Initiateur, ainsi que du rapport de l'Évaluateur
- Levée des points de suspens et envoi d'un projet de Rapport à la Cible

➤ **30 mai 2016**

- Délivrance du Rapport en vue du Conseil d'administration du 30 mai 2016 et du dépôt subséquent de la note d'information conjointe à l'AMF
- Présentation du Rapport au Conseil d'administration

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble

➤ **Société**

Technofan

Alain Sauret	Président du Conseil d'administration ¹⁰⁴
Bruno Bergoend	Directeur Général
Nathalie Boschetti	Directeur Administratif et Financier
Christine Wissemer	Directrice comptable

➤ **Initiateur**

Safran

Michel Abaza	Trésorier du Groupe
Anne-Sophie Bise	Responsable juridique
Vanessa Fortin	Juriste <i>Corporate</i>
Annick Gagnon	<i>Middle Office Manager</i>
Sandrine Holler	Directrice comptable

Labinal Power Systems

Alexandre Faysse	Directeur juridique
------------------	---------------------

➤ **Conseils et Établissement présentateur**

Weil Gotshal & Manges

Yannick Piette	Avocat – Associé
Adrien Coulaud	Avocat
Julien Malraison	Avocat

Degroof Petercam Finance

Arnaud Saint-Clair ¹⁰⁵	<i>Executive Director – Offres Publiques</i>
Théodora Xu	<i>Analyst</i>

¹⁰⁴ M. Alain Sauret est également Président de Labinal Power Systems.

¹⁰⁵ Représentant de Banque Degroof Petercam France.

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

➤ **Documentation relative à l'Offre**

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil d'administration (3 mai 2016)¹⁰⁶
- Projets de note d'information conjointe
- Projets de notes d'information relatives aux caractéristiques de Technofan et de Safran.

Informations financières

- Documents préparatoires relatifs à l'Opération
- Rapport de valorisation de Degroof Petercam Finance

➤ **Documentation juridique**

- Extrait Kbis (25 avril 2016)
- Statuts (30 avril 2015)
- Etat de l'actionnariat (9 mai 2016)
- Convention d'intégration fiscale entre Safran et Technofan
- Accord de participation des salariés
- Procès-verbaux du Conseil d'administration (2013 à 2016)

➤ **Documentation comptable et financière**

Informations historiques

- Rapport d'activité de Technofan (2007¹⁰⁷ à 2015¹⁰⁸)
- Présentation des activités de Technofan au sein de Safran (avril 2016)
- Liasse fiscale de Technofan (2015)
- Données ajustées pour le *reporting* de Technofan à Safran (2005 à 2015)
- Tableau de passage des capitaux propres statutaires aux capitaux propres ajustés (2014 et 2015)

¹⁰⁶ Désignation de l'expert indépendant.

¹⁰⁷ Information financière et réglementée historique. [[En ligne](#)].

¹⁰⁸ Information financière et réglementée récente. [[En ligne](#)].

- *Backlog* (2014 et 2015)
- Cadrage budget *versus* réalisations (2015)
- Facturation par pays (2015)
- *Reporting* des immobilisations en cours (2015)
- Calcul de la participation des salariés (2015)
- *Reporting* des marges brutes par programme (2014 à 2016)
- Estimation de la valeur actuelle de l'ensemble immobilier
- Note d'instructions comptables de Safran (2015)

Informations prévisionnelles

- Budget initial et budget révisé (2016)
- Plan d'affaires (2016 à 2019) et documentation associée
- Chiffre d'affaires et ratios de marge brute par programme OEM (2016 à 2019)
- Détail du prévisionnel d'investissement (2016 à 2019)
- Estimation des investissements et du BFR normatifs
- Exposition nette à l'USD sur le plan d'affaires et simulations sur le taux couvert
- Note stratégique (avril 2016)
- Notes de brokers les plus récentes concernant le groupe Safran

➤ **Bases de données**

- *Bloomberg*
- *Infinancials*
- *MergerMarket*
- *Thomson One*

➤ Références bibliographiques¹⁰⁹

Sites d'informations

- Site d'information de Technofan. [En ligne],
<http://www.technofan.com/fr>
- Site d'information de Safran. [En ligne],
<http://www.safran-group.com/fr>
- Site d'information de la Banque de France. [En ligne],
<https://www.banque-france.fr>
- Site d'information de l'*International Air Transport Association* (IATA). [En ligne],
<http://www.iata.org/Pages/default.aspx>

Etudes

- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « Firm Value and Marketability Discounts ». [En ligne],
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/articles/firmvalueanddiscounts.pdf>
- CPMIL (2011). *An aerospace environmental control system market study*.
- Damodaran Industrie « Aerospace/ Defense » : *Unlevered beta* (janvier 2016).
[En ligne], <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- FMI (2015). Taux de croissance compatible avec les prévisions. *World Economic Outlook*, avril, p. 177.
[En ligne], <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/textf.pdf>
- SFEV (2008). *Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières*.
[En ligne],
[http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.p](http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf)
[df](http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf)
- Xerfi (2016). *L'industrie aéronautique et spatiale*, février
- Xerfi (2015). *Le marché de la maintenance – réparation aéronautique*, novembre

¹⁰⁹ Liens Web au 27 mai 2016.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2010 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Stéphanie GUILLAUMIN, Directeur Associée

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Conduit régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d’expertise indépendante et de commissariat aux apports et à la fusion

--

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

Agnès Piniot n’a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l’expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l’article 2 de l’instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Expert près la Cour d’appel de Paris
- Membre de l’APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l’association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d’expertise indépendante et d’évaluation sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d’assistance aux litiges

Annexe 6 : Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble (2010 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	-
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémons	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Xiring	Oddo Corporate Finance
2011	Maurel et Prom Nigéria	-
2011	Eurosic	BNP Paribas, CIM-CIC Securities, CACIB, Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance

[1] et [2] : Augmentations de capital réservées.

Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

Annexe 7 : Performances historiques et prévisionnelles des sociétés comparables

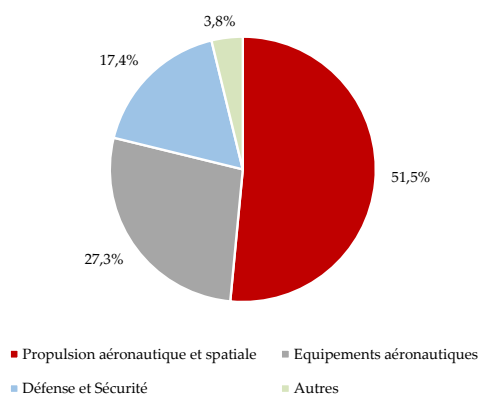
Sociétés	Référence Annexe 8	Croissance du Chiffre d'affaires					Marge d'EBITDA					Marge d'EBIT			
		2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2015	2016e	2017e	2018e
SAFRAN SA	8.1	20,3%	(0,5%)	3,8%	7,0%	5,1%	16,3%	18,3%	18,2%	18,6%	19,8%	11,2%	13,5%	13,2%	13,4%
LEONARDO-FINMECCANICA SPA	8.2	1,8%	(2,5%)	2,8%	3,1%	5,7%	11,6%	14,9%	15,2%	15,5%	15,9%	6,2%	8,7%	9,2%	9,4%
ZODIAC AEROSPACE	8.3	18,1%	3,7%	2,9%	4,6%	6,3%	10,4%	8,7%	11,2%	12,9%	13,2%	5,9%	6,0%	8,4%	10,5%
B/E AEROSPACE INC	8.4	5,0%	3,8%	6,8%	7,0%	4,4%	19,7%	21,4%	21,4%	21,4%	21,7%	16,6%	18,2%	18,2%	18,2%
MTU AERO ENGINES AG	8.5	13,3%	6,3%	6,2%	5,2%	7,8%	11,7%	12,7%	13,0%	13,6%	12,8%	8,0%	9,1%	9,4%	9,8%
MEGGITT PLC	8.6	6,0%	13,1%	3,8%	3,4%	0,3%	23,6%	24,3%	25,1%	25,5%	26,7%	14,2%	15,2%	16,4%	17,6%
LISI	8.7	11,6%	4,1%	6,0%	5,6%	17,8%	15,3%	15,1%	16,0%	16,0%	17,8%	10,4%	10,4%	11,2%	11,7%
SENIOR PLC	8.8	3,5%	2,8%	5,3%	6,5%	1,1%	13,6%	14,9%	15,1%	15,6%	17,0%	8,9%	10,7%	11,3%	11,9%
FIGEAC-AERO	8.9	24,5%	44,9%	34,1%	18,5%	12,0%	24,7%	23,8%	23,6%	22,9%	na	15,7%	15,9%	17,1%	17,0%
CTT SYSTEMS AB	8.10	1,5%	20,4%	6,1%	6,7%	na	19,6%	22,7%	24,0%	24,2%	na	14,7%	17,7%	19,6%	20,5%
Moyenne		10,6%	9,6%	7,8%	6,8%	6,7%	16,6%	17,7%	18,3%	18,6%	18,1%	11,2%	12,5%	13,4%	14,0%
Médiane		8,8%	4,0%	5,7%	6,1%	5,7%	15,8%	16,7%	17,1%	17,3%	17,4%	10,8%	12,1%	12,2%	12,7%

Annexe 8 : Présentation des comparables¹¹⁰

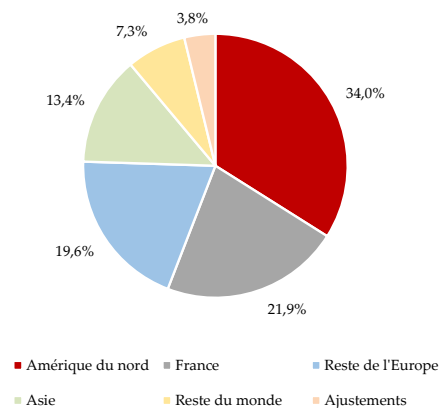
8.1 Safran

Groupe français spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements et de systèmes de hautes technologies mécaniques et électroniques, et équipementier de premier rang, Safran¹¹¹ fait partie des *leaders* dans les domaines de l'aéronautique et espace, de la défense et de la sécurité.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



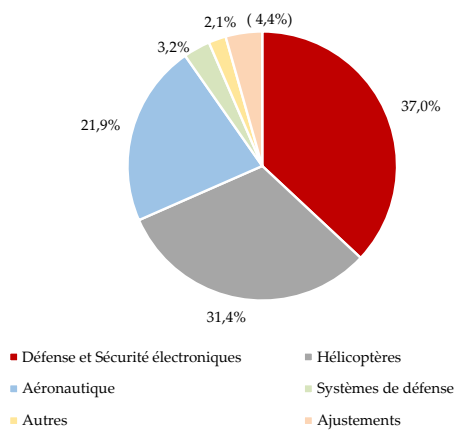
¹¹⁰ Source : *Bloomberg* et documents de référence.

¹¹¹ Le titre Safran est coté sur Euronext Paris.

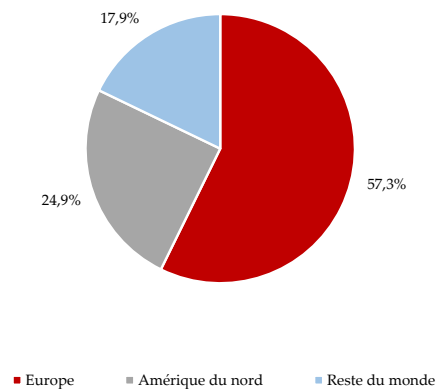
8.2 Leonardo - Finmeccanica

Acteur italien, Leonardo-Finmeccanica¹¹² offre des services dans l'aérospatial, la défense et la sécurité. Le groupe se concentre sur les éléments suivants : les hélicoptères, les avions, les aérostructures, les systèmes spatiaux et de vol, l'électronique de défense sur terre et en mer, les systèmes de défense et les systèmes d'information.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique

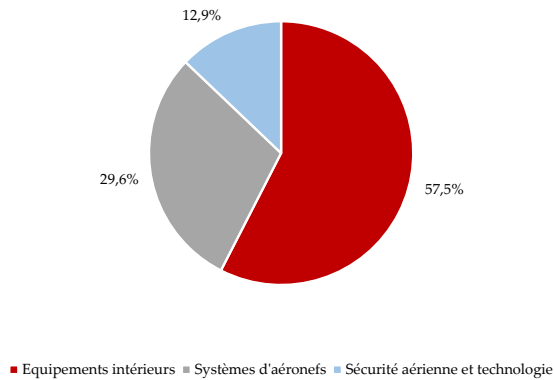


¹¹² Le titre Leonardo – Finmeccanica est coté sur le Milan Stock Exchange et sur le London Stock Exchange.

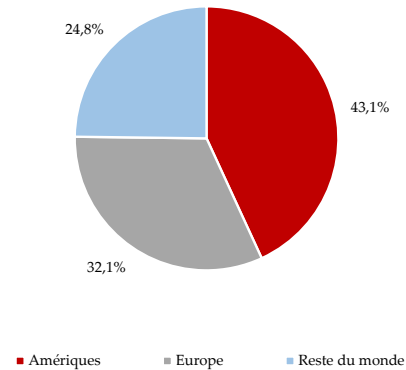
8.3 Zodiac Aerospace

Zodiac Aerospace¹¹³ est un spécialiste français des équipements et systèmes aéronautiques montés à bord des avions commerciaux, des avions d'affaires et des hélicoptères. Le groupe est également un acteur de la sécurité aéronautique et de la télétransmission.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



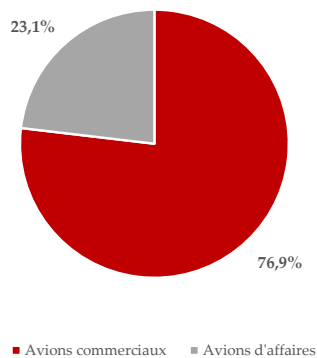
¹¹³ Le titre Zodiac Aerospace est coté sur Euronext Paris.

8.4 BE Aerospace

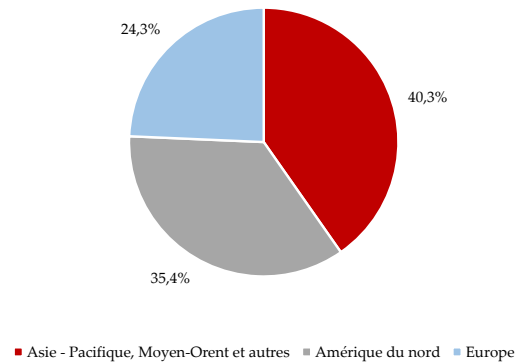
BE Aerospace¹¹⁴ est un équipementier américain d'intérieur pour les avions commerciaux et d'affaires. Il s'organise autour de deux activités :

- *Commercial aircraft* comprend la conception et fabrication de sièges, d'équipements pour le service à bord, de systèmes de gestion de l'oxygène et de divers équipements d'intérieur ;
- *Business Jets* fournit une gamme complète d'équipements d'intérieur et de systèmes haut de gamme pour les avions d'affaires et les hélicoptères.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



¹¹⁴ Le titre BE Aerospace est coté sur le Nasdaq.

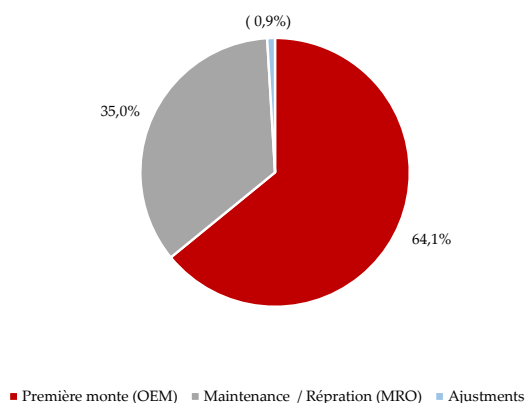
8.5 MTU Aero Engines

MTU Aero Engines¹¹⁵ est un fabricant allemand de moteurs et de composants pour l'industrie aéronautique civile et militaire.

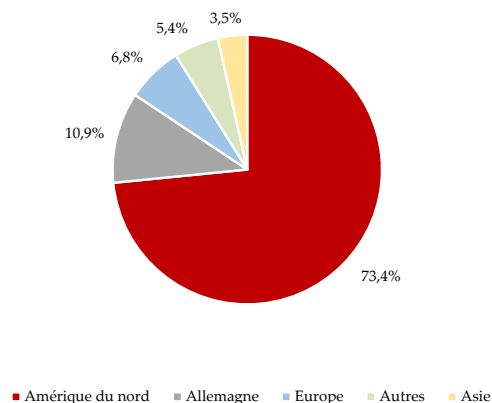
Le groupe couvre deux segments de l'industrie aéronautique :

- **Original Equipment Manufacturer (OEM)** : MTU Aero Engines couvre la conception et fabrication de moteurs et de pièces détachées ;
- **Maintenance, Reparation & Operation** : ce segment est dédié au service après-vente des moteurs sous garantie ou non.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



¹¹⁵ Le titre MTU Aero Engines est coté sur le Xetra et sur le London Stock Exchange.

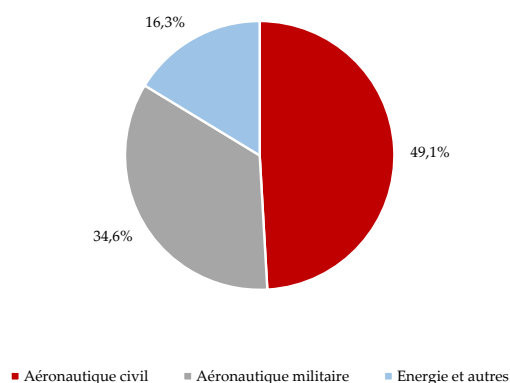
8.6 Meggit

Meggit¹¹⁶ est un équipementier britannique spécialisé dans l'ingénierie pour les secteurs de l'aéronautique civil et militaire et de l'énergie.

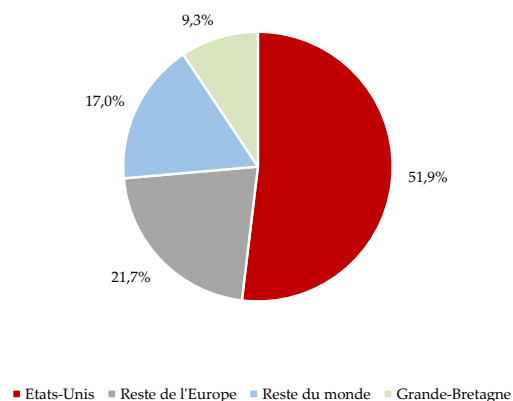
L'activité du groupe s'articule autour de quatre divisions :

- ***Aircraft Braking Systems*** : fournisseurs de pneus, freins et systèmes de freinage ;
- ***Control Systems*** : fournisseur de systèmes pneumatiques, thermiques, électromécaniques et solutions de protection incendies ;
- ***Polymers & Composites*** : stockage de carburant, solutions d'étanchéité et composants technologiques ;
- ***Sensing Systems*** : divers systèmes de surveillance et de détection facilitant la gestion opérationnelle ;
- ***Equipment Group*** : divers services.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



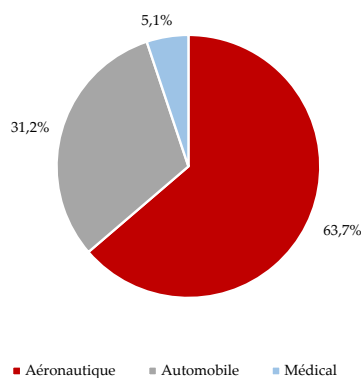
¹¹⁶ Le titre Meggit est coté sur le London Stock Exchange.

8.7 LISI

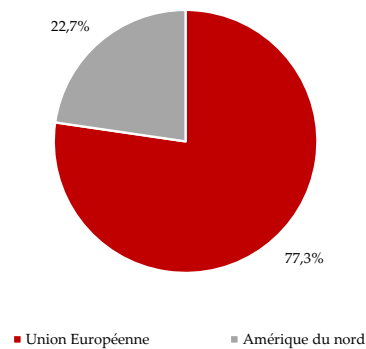
LISI¹¹⁷ est un groupe français spécialisé dans la conception et la fabrication de solutions d'assemblage à forte valeur ajoutée. Ses trois domaines d'activité sont l'aéronautique (fixations et composants d'assemblage), l'automobile (fixations et composants d'assemblage et de sécurité) et le médical (implants médicaux et ancillaires).

La division aéronautique de LISI représente la majeure partie de son chiffre d'affaires. Le groupe intervient dans les phases de conception, fabrication et commercialisation, en tant que sous-traitant de premier et second rang selon les clients.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



¹¹⁷ Le titre LISI est coté sur Euronext Paris.

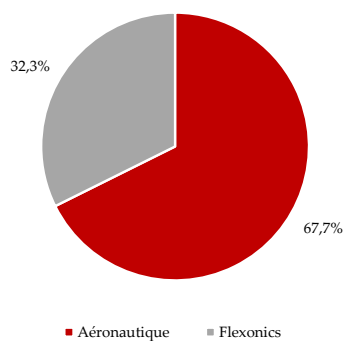
8.8 Senior

Senior¹¹⁸ est un groupe britannique spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de composants et systèmes dans les domaines de l'aéronautique, de la défense, des véhicules terrestres et de l'énergie.

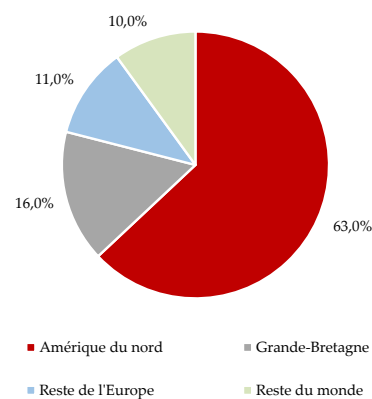
Sa principale division, *Aerospace*, est spécialisée dans la fabrication de pièces pour les moteurs et les structures d'avions.

La division *Senior Flexonics* propose par ailleurs une large gamme de produits technologiques à destination des industries de l'automobile et de l'énergie.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



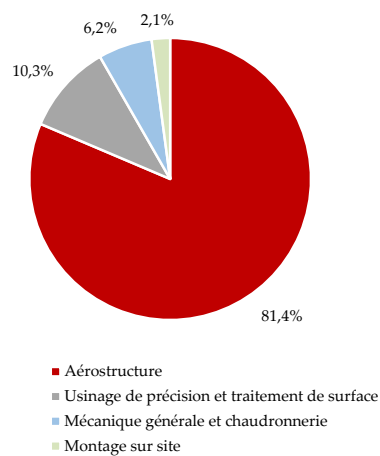
¹¹⁸ Le titre Senior est coté sur le London Stock Exchange.

8.9 Figeac – Aéro

Figeac Aero¹¹⁹ est un sous-traitant aéronautique français dont l'activité s'articule autour de quatre axes :

- la réalisation de pièces de structure pour l'aéronautique ;
- le montage en atelier et sur site de sous-ensembles aéronautiques ;
- la mécanique générale et la chaudronnerie lourde ;
- l'usinage de précision et le traitement de surfaces.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



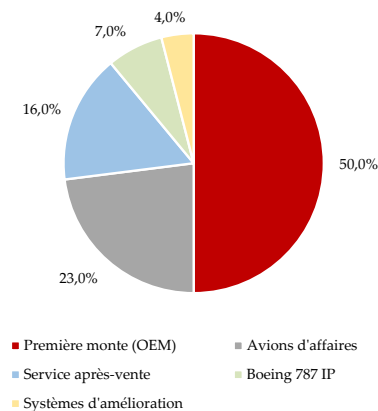
¹¹⁹ Le titre Figeac – Aero est coté sur Euronext Paris.

8.10 CTT Systems

CTT Systems¹²⁰ est un groupe suédois dédié à la conception et la fabrication de produits aéronautiques pour le contrôle de l'humidité dans les cabines et dans le fuselage des avions commerciaux de Boeing et Airbus.

Les produits CTT Systems sont utilisés sur plus de 50 compagnies aériennes.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



¹²⁰ Le titre CTT Systems est coté sur le Stockholm Stock Exchange.

6. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE TECHNOFAN

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 30 mai 2016 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres étaient présents ou représentés.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est reproduit ci-après :

« Le Président de séance rappelle que :

- Safran a fait part à Technofan le 3 mai 2016 de son projet de déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« **OPR-RO** ») portant sur la totalité des actions Technofan non détenues par Safran au prix de 245 euros par action ;
- le Cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté et Madame Stéphanie Guillaumin, a été désigné en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'OPR-RO et sur les conséquences de celles-ci pour Technofan, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration a examiné ensuite les documents suivants :

- le projet de note d'information conjointe établie par Safran et Technofan (le « **Projet de Note d'Information Conjointe** ») contenant notamment (i) les motifs et intentions de Safran et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'OPR-RO préparée par Degroof Petercam Finance désigné par Safran pour l'assister dans la préparation et la réalisation de l'OPR-RO, qui figure à la section 4 du Projet de Note d'Information Conjointe ;
- le projet de note contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Technofan ;
- le projet de communiqué relatif au dépôt de l'OPR-RO devant être établi et diffusé conjointement par Safran et Technofan en application des dispositions des articles 231-16 et 231-17 du règlement général de l'AMF ; et
- le rapport de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable du prix de l'OPR-RO pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Le Conseil d'administration constate que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Après examen des documents et éléments susvisés, le Conseil d'administration a pris acte des intentions et objectifs déclarés par Safran dans le Projet de Note d'Information Conjointe. Le Conseil d'administration, à l'unanimité et après en avoir délibéré sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :

- constate que l'Expert Indépendant conclut dans son rapport que le prix de l'OPR-RO fixé à 245 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société ;
- constate que, compte tenu de la liquidité réduite des actions Technofan, de l'absence de perspectives d'appel au marché ainsi que des formalités induites par la cotation, la cotation des actions sur le marché Euronext Paris n'est plus justifiée ;
- constate que la mise en œuvre de l'OPR-RO permettrait de simplifier à l'avenir le

fonctionnement de la Société ; et

- constate que l'OPR-RO permettrait de proposer aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate et intégrale de leur participation, et ce, dans un contexte de très faible liquidité sur le marché.

En conséquence, le Conseil d'administration, connaissance prise des termes de l'OPR-RO et des éléments qui lui ont été présentés, après en avoir délibéré :

- considère que le projet d'OPR-RO correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide d'approuver, à l'unanimité, le projet d'OPR-RO tel que décrit dans le Projet de Note d'Information Conjointe ;
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions Technofan à l'OPR-RO, étant précisé que ces actions seront en toutes hypothèses transférées à Safran dans le cadre du retrait obligatoire qui sera mis en œuvre à la suite de l'offre publique de retrait, moyennant une indemnisation identique au prix de cette dernière, nette de frais, soit 245 euros par action ;
- rappelle que, conformément à l'article 14-D des statuts de la Société, chacun des membres du Conseil d'administration détient au moins une action Technofan et constate que l'ensemble des administrateurs ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions à l'OPR-RO ;
- approuve le Projet de Note d'Information Conjointe, le projet de note contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Technofan et le projet de communiqué relatif au dépôt de l'OPR-RO dans les termes qui lui ont été présentés ;
- autorise Bruno Bergoend, Directeur Général, à effectuer les démarches nécessaires au bon déroulement de l'OPR-RO et, en particulier (i) à signer toutes attestations requises dans le cadre de l'OPR-RO et, plus généralement, (ii) à faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'OPR-RO, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué de dépôt du projet d'offre), accomplir toutes formalités ou démarches, rédiger, publier et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'OPR-RO. »

7. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des sociétés Safran et Technofan feront l'objet de notes spécifiques déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

8.1 Pour l'Initiateur

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Safran
Représentée par Philippe Petitcolin
Directeur Général

8.2 Pour la Société

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Technofan
Représentée par Bruno Bergoend
Directeur Général

8.3 Pour l'établissement présentateur de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Banque Degroof Petercam France, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre, qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Banque Degroof Petercam France