



## FINALISE L'ACQUISITION DE ZODIAC AEROSPACE, IMAGINÉE EN 2010

*Entretien avec Stéphane Courbon,  
Head of Investment Banking France,  
Bank of America Merrill Lynch*



**E**n mars, Safran bouclait l'acquisition de Zodiac Aerospace (« Zodiac »), une opération imaginée depuis longtemps, avec un premier essai de rachat avorté en 2010. « Nous n'avons pas besoin de partenaires », avait alors déclaré Olivier Zarrouati, le DG de Zodiac, dans un entretien aux Echos.

Malgré ce refus plutôt catégorique, Safran n'abandonne pas l'idée d'un rapprochement et revient à son projet d'acquisition de Zodiac en 2016.

« Cette opération permet à Safran de renforcer à la fois son activité Equipements aéronautiques et son positionnement pour les développements futurs de l'« avion plus électrique », commente Stéphane Courbon chez Bank of America, conseil de Safran qui l'a accompagné, ensemble avec Lazard (avec Jean-Louis Girodolle). Après l'échec de la première approche de rapprochement avec Zodiac, Safran a souhaité renforcer son offre - en tant que fournisseur de premier rang - dans les équipements aéronautiques. Pour ce faire, le groupe a réalisé deux acquisitions stratégiques aux Etats-Unis, de taille plus modeste, permettant de renforcer sa maîtrise des systèmes électriques aéronautiques. En 2012 et

2014, Safran a acquis les activités de systèmes électriques de Goodrich (filiale de UTC) pour environ 310 millions d'euros et de distribution électrique et de solutions cockpit d'Eaton Aerospace coté aux Etats-Unis (pour environ 200 millions d'euros).

En tenant compte de toutes les exigences, les banques ont structuré l'opération a été structurée à la fois en cash et en titres, de sorte à préserver les intérêts de chacun.

Côté Safran, Crédit Agricole est intervenu en tant que banque-présentatrice de l'offre.

De son côté, Zodiac était accompagné par Rothschild (avec François Henrot et Romain Nourtier) et par BNP Paribas (avec Thierry Varenne et Marc Demuth).

Quant aux conseils juridiques, BDGS intervient côté Safran, Jones Day traite les aspects américains et Bredin Prat accompagne Zodiac.

Goldman Sachs et Darrois Villey Maillot Brochier ont conseillé le conseil d'administration de Safran et Citi le conseil de surveillance de Zodiac.

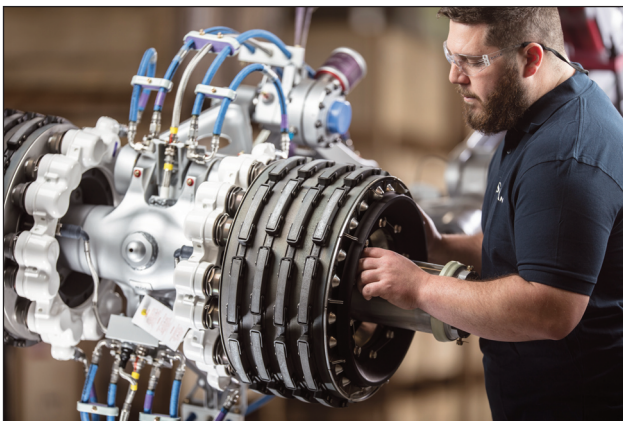
Dans sa version finale annoncée en mai 2017, Safran a proposé aux actionnaires d'acheter les actions Zodiac soit en cash (OPA), au prix de 25 euros par action, soit par échange d'actions, dans une limite de 31,4% du capital de Zodiac (OPE à titre subsidiaire). Dans le cadre de l'OPE subsidiaire, les actions Zodiac ont été échangées contre des actions de préférence Safran, ouvrant les mêmes droits que les actions ordinaires mais inaliénables pendant 3 ans à compter du règlement livraison. La particularité des titres remis en échange, une première en France, vise à attirer les actionnaires de long-terme au capital de Safran.

La parité d'échange, initialement comprise entre 0,300 et 0,332 (collar de +/-5%), a finalement été fixée à 0,300 action de préférence Safran pour 1 action Zodiac compte tenu de l'évolution positive du cours de bourse de Safran.

« C'était un deal compliqué à mettre en œuvre car il s'agissait d'une société contrôlée par des familles, qui n'étaient pas prêtes à vendre, ce qui avait rendu la transaction impossible il y a quelques années. Côté Safran, il n'y avait pas de volonté de faire une acquisition hostile », explique Stéphane Courbon.

La fenêtre s'est rouverte suite aux difficultés opérationnelles et financières de Zodiac, société leader mondial sur ses métiers, mais qui a dû faire face à une crise de croissance avec des problèmes industriels complexes, suite à une série d'acquisitions difficiles à intégrer. Zodiac a annoncé une série d'avertissements sur résultats. Cela a probablement contribué à précipiter l'opération.

« Les planètes se sont ainsi alignées et les familles ont considéré qu'un rapprochement était souhaitable. Les actionnaires familiaux n'avaient cependant pas envie de céder leurs participations et souhaitaient devenir actionnaires du nouveau groupe. Le travail de structuration a été



©Adrien Daste / Safran



Coffre à bagages ECOS  
©Zodiac Aerospace

compliqué parce qu'il a fallu trouver un schéma qui puisse convenir aux différents types d'actionnaires de la société », se souvient Stéphane Courbon.

Après la première annonce de l'offre de Safran en janvier 2017, Zodiac (5,127 milliards d'euros de CA en 2016-17) émet le 14 mars 2017 un nouvel avertissement sur résultat. Suite à cela, les deux groupes ont poursuivi leurs négociations et abouti à un nouvel accord, articulé autour d'une structure simplifiée et de nouveaux termes financiers. Le prix de la partie cash a été baissé de 29,47 à 25 euros par action Zodiac.

Un détail intéressant : un actionnaire s'est battu contre cette opération en faisant une campagne très médiatique, probablement l'une des plus actives en France à ce jour. Il s'agit du fonds activiste TCI (The Children Investment Fund). TCI n'aimait pas l'opération en tant que telle et trouvait que le prix était élevé. Ses critiques portaient sur la façon dont l'opération était structurée. TCI réclamait un vote des actionnaires de Safran sur ce projet avant le lancement de l'OPA. Dans un courrier adressé à Ross McInnes, président du conseil d'administration de Safran, TCI estime que Safran « surpaye significativement » Zodiac.

Suite à l'avertissement sur résultats, il a fallu revoir les termes de l'opération. Elle a été modifiée en utilisant un schéma plus simple.

Dans cette opération, la dimension de confidentialité était très importante. Puisqu'il s'agissait d'une opération déjà tentée, il y avait des rumeurs récurrentes sur ce sujet. Une fuite pouvait faire stopper les discussions et saborder le deal. Ainsi, l'équipe de banquiers d'affaires intervenus dans les discussions préalables était très réduite. Au total, ils étaient une petite dizaine de professionnels en provenance de Bank

of America Merrill Lynch et Lazard, ce qui a permis de préserver la confidentialité.

Les principales difficultés de l'opération ? Tout d'abord, compte tenu de la nature des actionnaires de Zodiac, il a fallu élaborer une structure qui puisse correspondre à chacun d'entre eux. Certains actionnaires familiaux avaient fait des donations, d'autres pas ... il y avait des pactes Dutreil (pactes d'actionnaires conclus pour des raisons fiscales)... L'impact fiscal pouvait être tellement important que l'opération devenait impossible. Il fallait trouver une structure permettant de convaincre les familles du fait que l'opération était intéressante pour elles.

« Côté acquéreur, il a également fallu trouver un équilibre pour Safran en faisant attention à la structure de capital, trouver un schéma qui correspond à sa capacité et volonté de financement, aussi bien en dette qu'en émission d'actions nouvelles etc. », ajoute notre interlocuteur.

En tenant compte de toutes ces exigences, les banques ont structuré l'opération à la fois en cash et en titres, de sorte à préserver les intérêts de chacun. « Les familles ne souhaitaient pas vendre. Elles voulaient participer à l'aventure industrielle dans un groupe plus étoffé, d'où la structuration sous forme d'offre publique à la fois cash et titres, avec des titres qui sont inaliénables pendant trois ans favorisant la fidélité des actionnaires », résume Stéphane Courbon.

« C'était une opération atypique dans son déroulement, notamment parce que TCI s'était opposé avec véhémence. C'était une opération passionnante car il fallait arriver à trouver une structuration permettant de rendre la transaction possible, alors que pendant assez longtemps elle ne l'était pas », conclut notre interlocuteur.

L'opération donne naissance à un leader mondial des équipements aéronautiques. La nouvelle entité associe les compétences de Safran en matière de trains d'atterrissage, de roues et freins, de nacelles, de systèmes électriques embarqués, d'actionneurs et d'avionique aux positions de Zodiac dans le domaine des sièges, des aménagements de cabine, de la répartition de puissance, des circuits d'éclairage, d'alimentation en car-



*LEAP-1A : moteur de l'Airbus A320neo*  
©Cyril Abad / CAPA Pictures / Safran

burant, d'oxygène et de fluides et des équipements de sécurité.

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

Sur une base pro forma, intégrant l'activité de propulsion de Safran, le nouveau groupe emploie 92.000 collaborateurs (dont plus de 45.000 en France) et réalise 21,2 milliards d'euros de chiffre d'affaires. Sur cette base, le nouveau groupe est le troisième acteur mondial du secteur aéronautique. Il devient également le deuxième équipementier aéronautique mondial, avec un chiffre d'affaires pro forma d'environ 10 milliards d'euros dans les équipements. Il est présent dans plus de 60 pays.

Safran a d'ores et déjà identifié 200 millions d'euros par an de synergies de coûts avant impôts, dont 50% seraient réalisées la première année et 90% d'ici la troisième année, permettant à l'opération d'atteindre en 3 à 4 ans l'objectif de rentabilité des capitaux investis (RoCE) que s'est fixé Safran. Les synergies de coûts devraient provenir d'économies dans les achats et les frais généraux, ainsi que de l'optimisation des implantations géographiques du nouveau groupe. Au-delà des synergies de coûts déjà identifiées, Safran permettrait également à l'activité sièges et aménagements de cabines de Zodiac d'accélérer son redressement et de retrouver, voire de dépasser ses marges historiques, indique le communiqué du groupe.