

**J
A
N
V
I
E
R

2
0
2
3**

**DELIBERATION DE LA
COMMISSION PERMANENTE
DU MARDI 24 JANVIER 2023**

Madame Huguette BELLO, Présidente du Conseil Régional

Mis en ligne sur le site internet du Conseil Régional le 24 janvier 2023

www.regionreunion.com

**Mis à la disposition du public pour consultation au Service de Documentation
de l'Hôtel de Région Pierre LAGOURGUE – Avenue René Cassin –
Moufia – BP 67190 – 97801 SAINT-DENIS MESSAG CEDEX 9**



REGION REUNION
www.regionreunion.com



Sommaire

1 - RAPPORT/DGADDE /N°113543 DCP2023_0001.....
OBJET : CONTRIBUTION DE LA REGION VIA LA SEMATRA AU PLAN DE RESTRUCTURATION
D'AIR AUSTRAL -



DELIBERATION N°DCP2023_0001

LA COMMISSION PERMANENTE DU CONSEIL REGIONAL DE LA REUNION

*s'est réunie le mardi 24 janvier 2023 à 10 h30
à l'Hôtel de Région - Pierre LAGOURGUE*

sous la présidence de :
**Madame LORRAINE NATIVEL, 2ème Vice-Présidente du Conseil
Régional**

*Nombre de membres
en exercice : 15*

*Nombre de membres
présents : 7*

*Nombre de membres
représentés : 3*

*Nombre de membres
absents : 5*

Présents :

NATIVEL LORRAINE
RAMAYE AMANDINE
SITOUZE CÉLINE
HOARAU JACQUET
AHO-NIENNE SANDRINE
VERGOZ MICHEL
CHANE-TO MARIE-LISE

Représenté(s) :

NABENESA KARINE
LOCAME VAISSETTE PATRICIA
BAREIGTS ERICKA

Absents :

BELLO HUGUETTE
LEBRETON PATRICK
OMARJEE NORMANE
TECHER JACQUES
BOULEVART PATRICE

*La Présidente,
Huguette BELLO*

RAPPORT /DGADDE / N°113543

CONTRIBUTION DE LA REGION VIA LA SEMATRA AU PLAN DE RESTRUCTURATION D'AIR AUSTRAL -



Séance du 24 janvier 2023
Délibération N°DCP2023_0001
Rapport /DGADDE / N°113543

**Délibération de la Commission Permanente
du Conseil Régional**

**CONTRIBUTION DE LA REGION VIA LA SEMATRA AU PLAN DE
RESTRUCTURATION D'AIR AUSTRAL -**

Vu le Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne,

Vu la Communication de la Commission du 31 juillet 2014 (2014/C 249/01) relative aux lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers,

Vu l'Aide d'État SA.100758 (2021/N) – France – Aide au sauvetage d'Air Austral du 18 janvier 2022,

* * *

Vu le Code Général des Collectivités Territoriales,

Vu le budget 2023 de la collectivité régionale, notamment ses articles L. 4211-1, 8° bis et R. 4211-1 et suivants,

Vu la délibération N° DAP 2021_0009 en date du 02 juillet 2021 portant délégations de compétences à la Commission Permanente du Conseil Régional,

Vu la délibération du Conseil Régional N° DAP 2016_0002 en date du 10 novembre 2016 portant sur une augmentation de capital de la Sematra d'un montant de 48 millions d'euros (dont 38 millions d'euros de la Région) pour accompagner le plan de développement et de croissance d'Air Austral et la délibération de la Commission Permanente N° DCP 2017_0834 en date du 28 novembre 2017,

Vu la convention Région n° 2016-1241 relative avance en compte courant d'actionnaire à la Sematra du 22 novembre 2016 d'un montant de 25 millions d'euros,

Vu la convention d'avance en compte courant d'actionnaire Conseil Régional – Sematra du 28 novembre 2017 d'un montant de 13 millions d'euros,

Vu la délibération de la Commission Permanente du Conseil Régional N° DCP2020_0297 en date du 19 juin 2020 portant sur l'octroi d'un prêt d'actionnaire d'un montant de 10 millions d'euros par la Région à la Sematra en application du régime d'État SA.57695 du 30 juin 2020 et d'une garantie autonome à première demande au bénéfice de la CDC d'un montant de 15,32 millions d'euros,

Vu le Contrat d'émission d'obligations simples du 6 juillet 2020 d'un montant de 10 millions d'euros et la Garantie Autonome à Première Demande d'un montant maximal de 15,32 millions d'euros signée par la Région et la CDC,

Vu la délibération du Conseil Régional N° DAP2021_0003 en date du 9 mars 2021 portant sur l'octroi d'un prêt d'actionnaire complémentaire d'un montant de 25 millions d'euros par la Région à la Sematra en application du régime d'aide d'État SA.57695 prolongé par le régime d'aide d'État SA. 59722 jusqu'au 30 juin 2021,

Vu le Contrat d'émission d'obligations simples du 26 avril 2021 d'un montant de 25 millions d'euros,

Vu la délibération du Conseil Régional N° DAP2021_0035 en date du 30 juillet 2021 relative à la demande de soutien de l'Etat à la compagnie régionale Air Austral fortement impacté par la crise sanitaire liée au Covid-19,

Vu la délibération du Conseil Régional N° DAP2021_0041 en date du 22 novembre 2021 sur la résolution présentée par le groupe majoritaire relative à l'avenir d'Air Austral,

Vu la délibération du Conseil Régional N° DAP2022_0022 du 28 juin 2022, approuvant le principe d'une participation financière d'un montant maximal de 15 millions d'euros de la Région à l'augmentation de capital de la Sematra prévue à hauteur de 25 millions d'euros dans le cadre de plan de restructuration d'Air Austral et de la Sematra,

Vu la délibération de la Commission Permanente du Conseil Régional N° DCP2022_0919 en date du 15 décembre 2022 sur le plan de restructuration d'Air Austral et les conséquences pour la Région, ainsi que sur la cession à la Région Réunion des Titres et créances détenues par la CDC à l'euro symbolique en contrepartie de la mise en œuvre de la garantie,

* * *

Vu le rapport Deloitte d'analyse indépendante des prévisions d'exploitation et de trésorerie d'Air Austral résultant de la Restructuration jusqu'au 31 mars 2029 (Projet Zéphyr - rapport final du 15 septembre 2022),

Vu la lettre d'offre du 16 décembre 2022 de reprise d'Air Austral par la SAS Deleflie associée à un consortium d'investisseurs privés réunionnais,

Vu la délibération de l'Assemblée Générale Mixte de la Sematra du 16 décembre 2022 sur la restructuration de la Sematra et d'Air Austral, et la réalisation des opérations sur le capital,

Vu le rapport indépendant d'ANALYSIS GROUP du 19 décembre 2022 sur l'évaluation de la valeur d'Air Austral SA et du caractère avisé de sa privatisation et d'une nouvelle prise de participation par son actionnaire public historique Sematra SAEML,

Vu le Protocole de Consignation signé par les Parties le 23 décembre 2022,

Vu la décision de la Commission Européenne du 05/01/2023 - Aide d'État – France - SA.103744 (2022/N) COVID-19 Compensation de dommages pour Air Austral et SA.104412 (2022/N) Aide à la restructuration d'Air Austral,

Vu la saisine et l'avis conforme de la Commission des Participations et des Transferts n° 2023-A.C.-02 du 19 janvier 2023,

Vu la Décision de l'Autorité de la concurrence n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société Sematra et le groupe Deleflie,

Vu le rapport N° DGADDE / 113543 de Madame la Présidente du Conseil Régional,

Vu l'avis de la Commission Conjointe du 24 janvier 2023,

Considérant,

- la création d'une compagnie aérienne régionale basée à La Réunion née de la volonté il y a maintenant plus de 30 ans des collectivités locales (Région et Département) avec l'appui d'acteurs locaux tels que la CCIR (alors gestionnaire de l'aéroport de Gillot), pour développer le trafic aérien régional et ainsi faciliter les échanges,
- que, avant la crise sanitaire liée au COVID-19, Air Austral était le 1^{er} premier transporteur de passagers sur la plateforme aéroportuaire Roland Garros avec 48 % du trafic, avec une flotte récente et moderne de 8 appareils, 14 destinations desservies en propre, plus d'un million de passagers transportés par an (en Europe et dans le grand Océan Indien) et près de 15,000 tonnes de fret et de plis postaux transportés tous les ans. Son chiffre d'affaires global s'élevait à 413 millions d'euros et elle était le 3^e employeur privé de l'île avec environ 950 salariés,
- l'impact de la crise sanitaire sur la compagnie régionale Air Austral avec une baisse du trafic passagers de 77 %, une baisse du chiffre d'affaires de 55 % et un résultat d'exploitation de -63,5 millions d'euros en 2020/2021, représentant 15% du chiffre d'affaires pré Covid-19,
- les efforts consentis par la Sematra (avec le soutien de ses actionnaires), actionnaire historique d'Air Austral, de l'État et des banques, afin d'apporter des liquidités à la compagnie dans le cadre des régimes d'aides d'État autorisés : en 2020, dans le cadre d'un premier plan de restructuration (prêt d'actionnaire de 30 millions d'euros en complément des prêts des banques de 90 millions d'euros avec la garantie de l'État), puis face à la persistance de la crise sanitaire en 2021, avec un apport complémentaire de 25 millions d'euros de la Sematra (prêt d'actionnaire de 25 millions d'euros de la Région) en complément des 30 millions d'euros de l'État (10 millions d'euros d'aide « coût fixe » et 20 millions d'euros de prêts du fonds de développement économique et social), et enfin de 10 millions d'euros en 2022 (prêt CDC au titre de l'aide au sauvetage) en complément des 10 millions d'euros de l'État,
- la société Air Austral et la SEM Sematra sont toutes les deux en difficultés financières, dans la mesure où les montants de leurs fonds propres sont inférieurs à 50 % du montant de leur capital social ce qui, par conséquent, les place sous l'application des Lignes directrices européennes concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers,
- la cession par la CDC à la Région de l'intégralité de ses Actions et Créances détenues au capital et dans les comptes de la Sematra le 21/12/2022 à l'euro symbolique, en contrepartie de l'appel en garantie de la Région,
- les discussions menées sous l'égide du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (CIRI) avec notamment la conciliatrice, les actionnaires d'Air Austral (la Sematra et son actionnaire Région), l'État, les banques, pour étudier divers scénarios afin d'élaborer un plan de restructuration pérenne de la compagnie,
- l'ouverture d'une nouvelle procédure de conciliation le 13 septembre 2022 à la demande de la société Air Austral,

**La Commission Permanente du Conseil Régional de La Réunion,
Après en avoir délibéré,****Décide,**

- **de constater la levée des conditions pour l'intervention de la Région Réunion** avec notamment la signature du Protocole de Conciliation le 23/12/2022, la décision de la Commission Européenne du 05/01/2023, la décision de l'Autorité de la Concurrence du 12/01/2023 et l'avis conforme de la Commission des Participations et des Transferts du 19 janvier 2023 ;

- **d'approuver le plan de restructuration d'Air Austral** incluant un financement d'un montant de 25 millions d'euros par la Sematra et le traitement de l'intégralité de la Créance de la Sematra d'un montant global de 69 990 699 euros, par souscription à une augmentation de capital d'Air Austral (soit environ 46 millions d'euros) et par abandon du solde de la Créance ;
- **d'approuver l'apport par la Région d'un montant de 15 millions d'euros** dans le cadre de l'augmentation de capital n°2 de la Sematra prévue à hauteur de 25 millions d'euros, celle-ci s'inscrivant dans le cadre du plan de restructuration d'Air Austral ;
- **de valider la capitalisation des Créances détenues par la Région** dans les comptes de la Sematra dans le cadre de l'augmentation de capital n°1 de la Sematra prévue à hauteur de 121 873 548 euros, suivi d'une réduction de capital motivée par des pertes d'un montant nominal de 186 198 816 euros par annulation d'actions de la Sematra, et d'autoriser la signature des avenants aux contrats d'Obligations Simples souscrits par la Région auprès de la Sematra (10 millions d'euros le 06/07/2020 et 25 millions d'euros le 26/04/2021) et, le cas échéant aux autres conventions de créances d'avance en compte courant, afin de rendre exigible les sommes à la date de réalisation de l'augmentation de capital n°1. Au 31/12/2022, le montant des Créances détenues par la Région à capitaliser s'élève à 78 533 484 euros auxquelles s'ajoutent les créances d'un montant de 43 309 896 euros cédées le 21/12/2022 par la CDC à la Région à l'euro symbolique. Les écritures comptables liées à cette restructuration seront réalisées lors de vote du budget supplémentaire 2023 de la Région ;
- de préciser qu'une enveloppe prévisionnelle de 15 000 000 sur l'Autorisation de Programme N°P140-0037 « Participation capital Sematra » (chapitre 906) a déjà été engagée pour cette opération par délibération de l'Assemblée Plénière du Conseil Régional du 28 juin 2022 ;
- d'imputer les crédits de paiement sur l'article fonctionnel 906.1 du budget de la Région Réunion ;
- d'autoriser la Présidente à signer les actes administratifs y afférents, conformément à la réglementation en vigueur .

**La Présidente,
Huguette BELLO**

ANNEXE 1 : TABLEAU DE SYNTHÈSE DES CRÉANCES DETENUES PAR LA RÉGION DANS LES COMPTES DE LA SEMATRA
Version ACTUALISÉE du 12/01/2023 (après arrêt des comptes de la SEMATRA par AGM du 16/12/2022 actualisée au 31/12/2022)

Envoyé en préfecture le 24/01/2023

Reçu en préfecture le 24/01/2023

Publié le 24/01/2023

ID : 974-239740012-20230124-DCP2023_0001-DE



1°) POINT SUR LES CRÉANCES RÉGION ET CDC AUPRES DE LA SEMATRA

Décisions Région	Objet	date signature	date échéance	Montants	Intérêts au 31/12/2022 (cf. situation KPMG)	TOTAL
	COVID : Emprunts Obligataires					
Délibération n° DCP2022_0916 du 16/12/2022 (rapport 113356)	Contrat d'émission d'obligations simples 2 (CDC => Cession Région)	06/07/2020	06/07/2027	4 680 000,00	1 536 214,97	21 536 214,97
	Créance de recours subrogatoire suite cession des OS CDC à la Région	21/12/2022	-	15 320 000,00		
Délibération n° DCP2020_0297 du 19/06/2020 (rapport 108415)	Contrat d'émission d'obligations simples 2 (RÉGION)	06/07/2020	06/07/2027	10 000 000,00	768 100,90	10 768 100,90
Délibération DAP2021_0003 du 09/03/2021 (rapport 110016)	Contrat d'émission d'obligations simples (OS Région 2021)	26/04/2021	26/04/2028	25 000 000,00	1 222 947,91	26 222 947,91
	Convention de prêt d'actionnaire en CCA Région-SEMATRA (15 M€)	17/03/2021	26/04/2021	-	45 324,66	45 324,66
			total 1 :	55 000 000,00	3 572 588,44	58 572 588,44
	Aide au sauvetage 2022 :					
Délibération n° DCP2022_0916 du 16/12/2022 (rapport 113356)	Convention de crédit "Aide au Sauvetage" CDC-SEMATRA => Cession Région	24/02/2022	28/07/2022	4 000 000,00	317 761,94	10 317 761,94
	Convention de crédit "Aide au Sauvetage" CDC-SEMATRA => Cession Région	25/03/2022	28/07/2022	6 000 000,00		
			total 2 :	10 000 000,00	317 761,94	10 317 761,94
	CCA sur AK 2016 :					
Délibération DAP2016_0002 du 10/11/2016 (rapport 103219)	Convention Région n° 2016-1241 relative avance en CCA à la SEMATRA	22/11/2016	date rbst des sommes	25 000 000,00	2 423 280,98	27 423 280,98
Délibération n° DCP2022_0916 du 16/12/2022 (rapport 113356)	Convention d'avance en CCA CDC - SEMATRA + avenants 1-2-3 => Cession Région	22/08/2017	31/10/2017	10 000 000,00	798 872,34	10 798 872,34
Délibération DCP2017_0834 du 28/11/2017 (rapport 104960)	Convention d'avance en CCA Conseil Régional - SEMATRA	28/11/2017	date rbst des sommes	13 000 000,00	957 839,22	13 957 839,22
			total 3 :	48 000 000,00	4 179 992,54	52 179 992,54
	Anciens CCA 2012-213 :					
Délibération n° DCP2022_0916 du 16/12/2022 (rapport 113356)	Convention d'avance en CCA Conseil CDC - SEMATRA pour projet EWA => Cession Région	08/10/2013	6 ans	500 000,00	157 049,22	657 049,22
Délibération de la commission permanent du CG du 11/04/2012	Convention d'avance en CCA Conseil Général - SEMATRA	12/06/2022	date rbst des sommes	25 975,63	4 198,20	30 173,83
			total 4 :	525 975,63	161 247,42	687 223,05
	TOTAL Emprunts et dettes assimilées :			113 525 975,63	8 231 590,34	121 757 565,97

	Dettes fournisseurs :					
Délibération du 31/03/2015 (rapport DGS/20150143)	Conv. DGS/20150413 relative aux frais de suivi adm. et de gestion de la SEMATRA (14 400 € / an) :	14/04/2015	31/03/2015 reconductible	72 000,00		116 000,00
Délibération DCP2020_0504 du 13/10/2020 (rapport 107724)	Conv. DGS/20150413 relative aux frais de suivi adm. et de gestion de la SEMATRA (44 000 € / an)	28/09/2021	31/03/2024 renouvelable	44 000,00		

TOTAL GENERAL :	113 641 975,63	8 231 590,34	121 873 565,97
------------------------	-----------------------	---------------------	-----------------------

2°) MONTANT DES CRÉANCES À CAPITALISER PAR COMPENSATION DE CRÉANCES

	montants	intérêts au 31/03/22	total	Nb Titres arrondis inf. :	Montant des créances à capitaliser
Total Région :	73 116 000,00	5 417 493,67	78 533 493,67	6 544 457	78 533 484
Total Dépt. :	25 975,63	4 198,20	30 173,83	2 514	30 168
Total Région (Cession créances CDC réalisée le 21/12/2022 :	40 500 000,00	2 809 898,47	43 309 898,47	3 609 158	43 309 896
Total :	113 641 975,63	8 231 590,34	121 873 565,97	10 156 129	121 873 548



**Décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023
relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la
société Sematra et le groupe Deleflie**

L'Autorité de la concurrence,

Vu le dossier de notification adressé complet au service des concentrations le 21 décembre 2022, relatif à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral, par les sociétés Sematra et Deleflie, société de tête du groupe Deleflie, formalisée par une lettre d'offre de reprise du 16 décembre 2022 ;

Vu le livre IV du code de commerce relatif à la liberté des prix et de la concurrence, et notamment ses articles L. 430-1 à L. 430-7 ;

Vu les éléments transmis par la partie notifiante au cours de l'instruction ;

Adopte la décision suivante :

1. L'opération notifiée consiste en la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral, principalement active dans le secteur du transport aérien de passagers et de fret, par la société Sematra, qui contrôle actuellement exclusivement la société Air Austral, et le groupe Deleflie, actif dans les secteurs de l'optique, de la santé, du nettoyage et de l'étiquetage. Elle constitue une opération de concentration au sens de l'article L. 430-1 du code de commerce. Compte tenu des chiffres d'affaires réalisés par les entreprises concernées, l'opération ne relève pas de la compétence de l'Union européenne. En revanche, les seuils de contrôle mentionnés au I de l'article L. 430-2 du code de commerce sont franchis. La présente opération est donc soumise aux dispositions des articles L. 430-3 et suivants du code de commerce relatifs à la concentration économique.
2. Au vu des éléments du dossier, l'opération n'est pas de nature à porter atteinte à la concurrence sur les marchés concernés.

DÉCIDE

Article unique : L'opération notifiée sous le numéro 22-319 est autorisée.

Copie certifiée conforme à l'original

Le Chef du service des concentrations



Étienne Chantrel

Le président,

Benoît Cœuré



**Évaluation de la valeur d’Air Austral SA et du caractère avisé
de sa privatisation et d’une nouvelle prise de participation
par son actionnaire public historique Sematra SAEML**

préparée par

Analysis Group

Rond-point Robert Schuman 11
B-1040 Bruxelles
Belgique

pour

Conseil Régional de La Réunion

Hôtel de Région Pierre Lagourgue
Avenue René Cassin – Moufia
B.P. 67190
97801 Saint Denis Cedex 9

19 décembre 2022

1 Table des matières

1	Table des matières.....	2
2	Introduction.....	3
2.1	Air Austral et sa situation financière après la crise sanitaire.....	3
2.1.1	Air Austral	3
2.1.2	Difficultés financières dues à la crise sanitaire.....	5
2.1.3	Offre ferme de Run Air.....	7
2.2	Mission	10
2.3	Sources	11
3	Evaluation de la valeur d’Air Austral et du caractère avisé de la Transaction.....	13
3.1	Introduction	13
3.2	Valorisation d’Air Austral sans mise en œuvre de la Transaction.....	13
3.2.1	Alternative à la mise en œuvre de la Transaction	13
3.2.2	Méthode de valorisation de la Société sans mise en œuvre de la Transaction	17
3.2.3	Valorisation de la Société sans mise en œuvre de la Transaction.....	18
3.3	Valorisation d’Air Austral avec mise en œuvre de la Transaction	20
3.3.1	Critères pour évaluer le caractère avisé de la Transaction.....	20
3.3.2	Méthode de valorisation de la Société avec mise en œuvre de la Transaction	21
3.3.3	Hypothèses de valorisation de la Société.....	23
3.3.4	Valorisation de la Société avec mise en œuvre de la Transaction	27
3.3.5	Vérification du caractère raisonnable de la valorisation obtenue	29
3.4	Conclusion.....	31
	Annexe A. Sources	33
A.1	Ouvrages de référence	33
A.2	Pièce relative à la procédure	33
A.3	Pièces factuelles.....	33
A.4	Publications scientifiques	34
A.5	Pièces en ligne	35
	Annexe B. Analyse des postes clés du plan d’affaire au regard de la performance historique d’Air Austral	36
B.1	Scénario principal	36
B.2	Scénario retenu pour la valorisation	37
	Annexe C. Expérience de l’expert ayant préparé le présent rapport	38

2 Introduction

2.1 Air Austral et sa situation financière après la crise sanitaire

2.1.1 Air Austral

1. Air Austral SA (« **Air Austral** » ou la « **Société** ») est une compagnie aérienne française, créée en 1990, dont le siège social est situé à Sainte-Marie, dans la Région Réunion¹. Air Austral, qui est la seule compagnie aérienne basée à La Réunion, opère des vols réguliers long-courrier vers la Métropole française ainsi que vers plusieurs destinations dans l'Océan Indien et en Asie². Air Austral a une activité mixte de transport de passagers et de fret³, même si la première domine largement la seconde⁴.
2. Air Austral exploite une flotte d'avions, dont la plupart sont mis à sa disposition par des organismes financiers tiers via des locations opérationnelles. Comme le montre le Tableau 1, Air Austral est néanmoins propriétaire d'un avion Boeing 787-8⁵, qu'elle a financé via un syndicat bancaire.

Type d'avion	Nombre	Financement	Organisme(s) financier(s)
Boeing 787-8	1	Dette bancaire	AFD, CA Réunion, BFCOI Réunion
Boeing 787-8	1	Crédit-bail	Blackbird, Air Lease Corporation
Airbus A220-300	3	Crédit-bail défiscalisé	Air Austral Regional Jet DAC ⁶ (financement via banque EDC)
Boeing 737-800 ⁷	2	Location opérationnelle	Air Castle, Blackbird, Air Lease Corporation
Boeing 777-300 ER	3	Location opérationnelle	Air Lease Corporation

Tableau 1. Flotte d'Air Austral au 31 mars 2022. Source : rapport annuel 2022⁸, « Information Memorandum » Ultra Marine⁹.

3. Au 31 mars 2022, Air Austral était détenue à 99% par Sematra SAEML (la « **Sematra** »), une société d'économie mixte¹⁰ qui regroupe les intérêts financiers de la Région Réunion (73,5%), du Département de la Réunion (11,42%), de la Caisse

[REDACTED]

⁴ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 26 October 2022, BDO-40.

⁵ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 13, BDO12-13.

⁶ Air Austral Regional Jet DAC est la filiale irlandaise de financement d'avions d'Air Austral. Voir Figure 1.

⁷ Un des deux Boeing 737-800 est exploité par EWA. Voir [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO-33.

⁸ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 13, BDO10, BDO14-15, BDO32-34.

⁹ [AGF-02] Rothschild & co, 'Project Ultra Marine - Information Memorandum', 25 February 2022, 19.

[REDACTED]

des Dépôts et Consignation (13,59%) et d'autres investisseurs minoritaires (1,5%)¹¹. Le solde de 1% du capital d'Air Austral est détenu par divers investisseurs privés¹².

4. Air Austral elle-même détient des participations dans différentes entités juridiques et opérationnelles, comme le montre l'organigramme simplifié de la Figure 1.

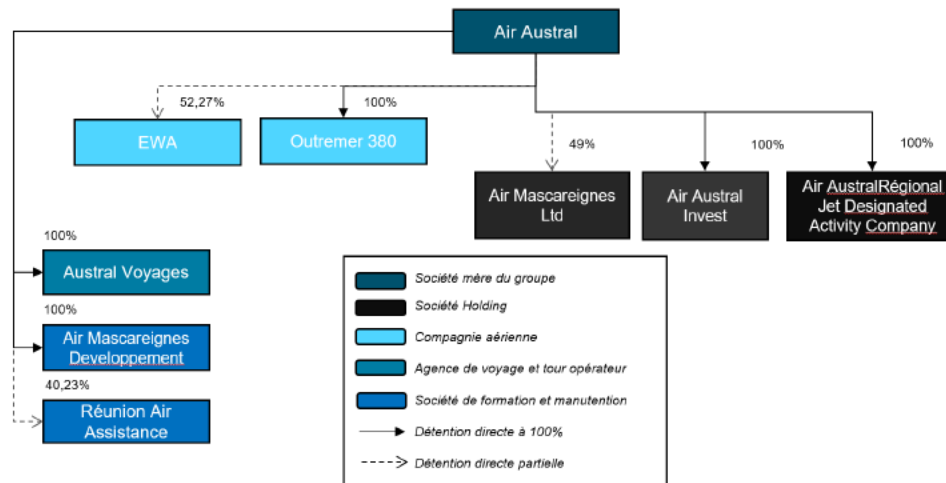


Figure 1. Participations d'Air Austral.

5. Parmi ces participations, trois sont plus significatives¹⁴. La première, EWA, est une compagnie aérienne qui opère des vols court et moyen-courrier desservant les îles de l'Océan Indien, dont La Réunion, Mayotte, Madagascar et les Comores, et le sud de l'Afrique. EWA assure un rôle double¹⁵ :

- i. Celui de « feeder », c'est-à-dire qu'elle alimente en passagers provenant des destinations qu'elle dessert, les vols long-courriers d'Air Austral au départ de La Réunion.
- ii. Celui de desserte locale, puisqu'EWA achemine les passagers qui empruntent les vols long-courriers d'Air Austral vers les destinations locales vers lesquelles EWA vole depuis La Réunion.

¹¹ [AGO-01] Commission Européenne, 'Aide d'État SA.100758 (2021/N) – France – Aide au sauvetage d'Air Austral', 18 January 2022, para. 3

<https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_SA_100758>.

¹⁴ [AGO-01] Commission Européenne, 'Aide d'État SA.100758 (2021/N) – France – Aide au sauvetage d'Air Austral', para. 4.

¹⁵ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 15 September 2022, 11; [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 3 November 2022, 20.

6. La deuxième, Air Austral Régional Jet DAC, est une entité juridique irlandaise qui chapeaute la société finançant les avions Airbus A220-300 utilisés par Air Austral depuis 2021¹⁶.
7. La troisième, Réunion Air Assistance, est une société qui fournit des services de manutention au sol et des prestations auxiliaires à l'aéroport Roland Garros, qui est la base opérationnelle principale d'Air Austral, sur l'île de La Réunion. Le solde du capital de Réunion Air Assistance est détenu par la Sematra¹⁷.

2.1.2 Difficultés financières dues à la crise sanitaire

8. À la suite de la pandémie de COVID-19 et des confinements, restrictions des voyages et fermetures de frontières qui l'ont accompagnée¹⁸, la situation financière déjà fragile¹⁹ d'Air Austral a été durement impactée :
 - i. Les activités de transport de passagers et, dans une moindre mesure, de fret d'Air Austral ont souffert d'une chute considérable et subite de la demande²⁰, et par conséquent des revenus de la Société ce qui a provoqué des pertes significatives et des fonds propres négatifs à la fin des exercices 2020-2021²¹ et 2021-2022²². La Figure 2 montre l'évolution des revenus, bénéfices nets et fonds propres de la société entre 2017 et 2022.
 - ii. La position de trésorerie d'Air Austral s'est considérablement détériorée²³, la mettant dans une situation particulièrement précaire²⁴.

¹⁶ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 10.

¹⁷ [AGO-02] Chambre régionale des comptes - La Réunion, 'Rapport d'observations définitives et sa réponse - SAEML SEMATRA', 18 June 2019, 5 <https://www.ccomptes.fr/system/files/2019-09/RER2019-284_0.pdf>.

¹⁸ [AGF-06] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021', 26 October 2021, 9.

¹⁹ [AGO-02] Chambre régionale des comptes - La Réunion, 'Rapport d'observations définitives et sa réponse - SAEML SEMATRA', 13-16.

²⁰ [AGF-06] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021', 13-15; [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 14-17.

²¹ [AGF-06] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021', 10.

²² [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 10.

²³ [AGF-06] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021', 22, 25, 26.

²⁴ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 10, 26, BDO11-12.

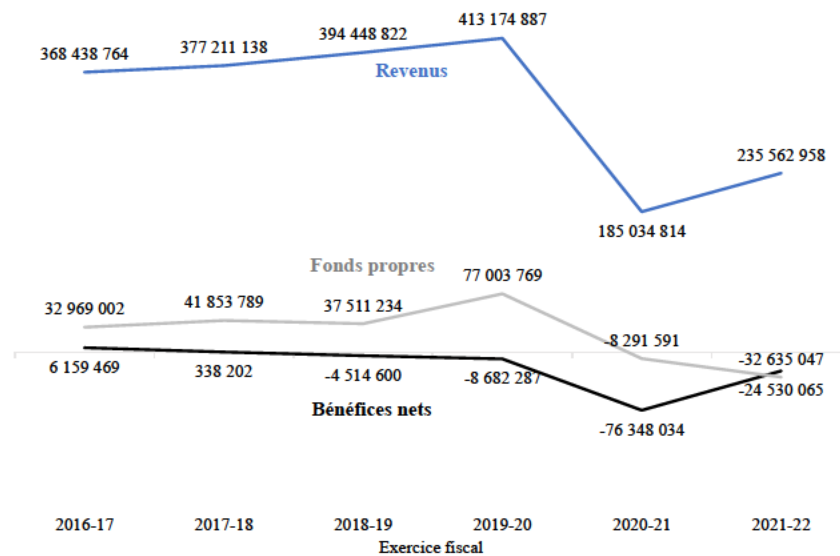


Figure 2. Evolution des revenus, bénéfices nets et fonds propres d’Air Austral sur la période 2016-2022. Source : rapports annuels²⁵. Note : l’année financière d’Air Austral se termine le 31 mars.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

²⁵ [AGF-07] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 17 juillet 2017’, 17 July 2017; [AGF-08] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 12 juillet 2018’, 12 July 2018; [AGF-09] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 11 juillet 2019’, 11 July 2019; [AGF-10] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 15 septembre 2020’, 15 September 2020; [AGF-06] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021’; [AGF-01] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022’.

[REDACTED]

titre⁴⁰, Rothschild a approché durant l'année 2021 plus de 40 investisseurs financiers, régionaux et stratégiques (dont Deleflie SAS) au sujet d'une transaction visant Air Austral seule. À la suite de cette première approche, tous les investisseurs contactés ont décliné l'opportunité d'investir, du fait notamment des incertitudes liées à la crise sanitaire, du niveau d'endettement élevé de la Société, et de la dynamique concurrentielle au sein du secteur aérien. Les premiers échanges noués par Rothschild avec des investisseurs privés avaient mis en lumière l'intérêt de ces derniers pour un scénario de rapprochement avec la compagnie aérienne Corsair, elle aussi active dans les DOM-TOM.

16. Des avenants au mandat ont été signés avec Rothschild respectivement en novembre 2021 et en juin 2022 pour :
 - i. Etendre la durée d'intervention de sa mission ;
 - ii. Permettre à Rothschild d'intervenir comme conseil dans les interactions avec les autorités publiques, en ce compris le CIRI ; et
 - iii. Continuer à approcher des investisseurs tiers (a) prêts à prendre une participation dans Air Austral seule mais (b) pouvant être également intéressés par un rapprochement entre Air Austral et la compagnie aérienne française Corsair⁴¹.
17. De nombreux investisseurs (69) ont été contactés ou recontactés dans le cadre de ce second processus (dont des investisseurs régionaux, y compris Deleflie SAS). À l'issue de cette phase de contacts, des investisseurs de premier plan ont marqué un intérêt pour une transaction impliquant un rapprochement d'Air Austral avec Corsair⁴², tout en donnant une valeur nulle aux fonds propres de la combinaison des deux compagnies⁴³, et en conditionnant leur offre à une restructuration significative du passif des sociétés (voir section 3.2.1). Néanmoins les échanges avec ces investisseurs n'ont pas abouti pour 3 raisons principales :
 - i. Apport de capitaux propres jugé bas compte tenu des besoins de financement du groupe combiné ;
 - ii. Incertitudes quant à la réalisation et au chiffrage des potentielles synergies entre les deux compagnies ; et

⁴⁰ Les informations relatives au mandat de Rothschild et à l'intérêt des investisseurs nous ont été fournies par Rothschild.

⁴¹ [AGF-02] Rothschild & co, 'Project Ultra Marine - Information Memorandum'; [AGF-03] Rothschild & co, 'Projet Ultra Marine - Eléments indicatifs de valorisation', 17 March 2022.

⁴² [AGF-12] Equerre Capital Partners, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'Intention', 18 March 2022; [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 18 March 2022; [AGF-14] COF III Strategies I LP (Pimco), 'Corsair and Air Austral Investment - Letter of Interest', 18 March 2022.

⁴³ Dans le cas de Pimco, l'offre était accompagnée d'un octroi de warrants aux créanciers et actionnaires existants.

iii. Problématique de timing et de ressources suffisantes pour avancer dans le calendrier préalablement envisagé compte tenu de la complexité du dossier.

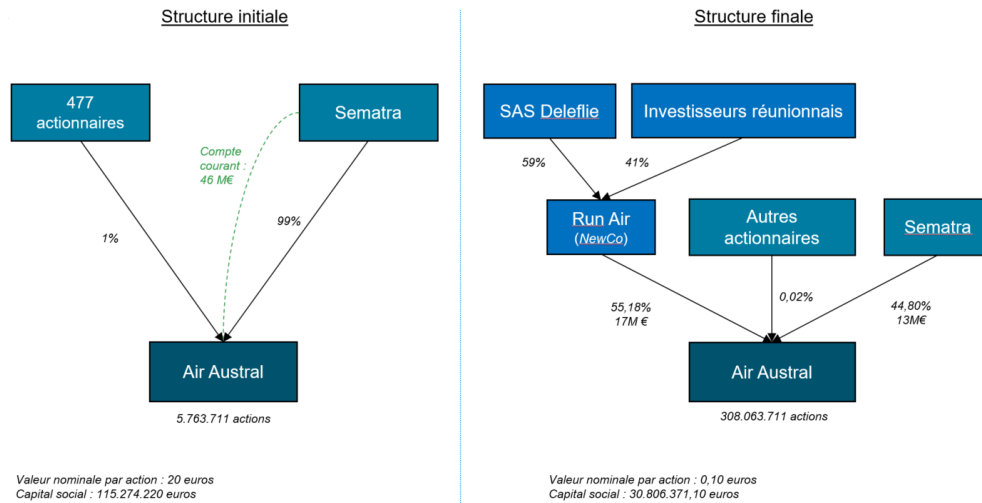


Figure 3. Participations détenues par les différents actionnaires d'Air Austral avant et après la Transaction.

18. En août 2022, un groupe d'investisseurs réunionnais (« **Run Air** »), sous la houlette de la société Deleflie SAS, a fait une offre ferme pour entrer au capital d'Air Austral en tant qu'actionnaire majoritaire (l'« **Offre Ferme** »), aux côtés de la Sematra⁴⁵ et d'autres actionnaires minoritaires (la « **Transaction** »). Les participations respectives des différents investisseurs avant et après la Transaction, telles que proposées par Run Air, sont résumées dans la Figure 3.

19. [REDACTED]

20. La Transaction est conditionnée à une restructuration préalable du passif d'Air Austral réalisée [REDACTED] :

⁴⁵ [AGC-02] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral et de Réunion Air Assistance', 17 August 2022.

⁴⁶ [AGC-02] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral et de Réunion Air Assistance', 2.

- i. Capitalisation des comptes-courants de 70 millions d’euros de la Sematra et réduction de capital d’Air Austral⁴⁸.
 - ii. Abandon de 80% à 90% des prêts (hors ceux finançant l’acquisition d’avions) et remboursement linéaire du solde de ces prêts sur 4 ans à partir de septembre 2024 ou décembre 2026⁴⁹.
 - iii. Abandon de 13 millions d’euros de passif fiscal et social, remboursement linéaire du solde de 43 millions d’euros sur 4 ans et remboursement du passif public de 6 millions d’euros constitué entre avril et juin 2022 lors de l’exécution de la Transaction⁵⁰.
 - iv. Clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d’Air Austral, leur permettant de capturer les flux de trésorerie considérés comme excédentaires entre 2025 et 2034⁵¹.
21. La Transaction implique donc à la fois une privatisation d’Air Austral et une prise de participation par la Sematra en tant qu’actionnaire minoritaire.
22. Une nouvelle version de l’Offre Ferme (l’« **Offre Ferme Révisée** »)⁵², intégrant principalement, d’un point de vue économique, une nouvelle version du plan d’affaires⁵³ et de la clause de retour à meilleure fortune, qui bénéficie à la Sematra, a été signée par Run Air le 16 décembre 2022.

2.2 Mission

23. La loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l’activité et l’égalité des chances économiques (article 181) requiert que toute cession, par une collectivité territoriale, d’une participation majoritaire dans une société réalisant un chiffre d’affaires supérieur à 75 millions d’euros ou employant plus de 500 personnes, ne puisse être approuvée qu’après avis conforme de la Commission des participations et transferts (« CPT »). L’ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 (article 27) prévoit en outre que l’évaluation de la valeur de la participation soit évaluée « *selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d’actifs de sociétés en tenant compte des conditions de marché à la date de l’opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l’existence des filiales et des perspectives d’avenir* ».
24. Le code général des collectivités territoriales requiert à la fois que lors de la cession par une collectivité territoriale d’une participation dans une société commerciale (article R. 4211-8) et d’une prise de participation par une collectivité dans une

⁴⁸ [AGC-02] Deleflie SAS, ‘Lettre d’offre de reprise d’Air Austral et de Réunion Air Assistance’, 4.

⁴⁹ [AGC-02] Deleflie SAS, ‘Lettre d’offre de reprise d’Air Austral et de Réunion Air Assistance’, 7, 20–23.

⁵⁰ [AGC-02] Deleflie SAS, ‘Lettre d’offre de reprise d’Air Austral et de Réunion Air Assistance’, 7, 20–23.

⁵¹ [AGC-02] Deleflie SAS, ‘Lettre d’offre de reprise d’Air Austral et de Réunion Air Assistance’, 7, 20–23.

⁵² [AGC-03] Deleflie SAS, ‘Lettre d’offre de reprise d’Air Austral’, 16 December 2022.

⁵³ [AGF-04] Deloitte, ‘Projet Zéphyre - Projet de rapport des analyses des prévisions financières’; [AGF-05] Deloitte, ‘Projet Zéphyre - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum’.

société commerciale (article R. 4211-6), un rapport indépendant soit préparé fournissant :

- i. *« Une analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'évolution. »*
 - ii. *« Une évaluation de la valeur réelle de la société selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés. »*
25. En outre, en cas de prise de participation (article R. 4211-6), le rapport indépendant doit établir :
- i. *« Une appréciation du caractère avisé de l'investissement. »*
 - ii. *« Une analyse technique de la qualification juridique de la participation au capital envisagée au regard des conditions fixées au paragraphe 1 de l'article 107 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. »*
26. Analysis Group (« **Analysis Group** », « **nous** » ou « **nos** »), un des plus grands cabinets privés d'économistes dans le monde, a été chargé par la Région Réunion, en tant qu'actionnaire majoritaire de la Sematra, (i) d'évaluer la valeur d'Air Austral dans le contexte de sa privatisation et d'une prise de participation minoritaire par la Sematra et (ii) le caractère avisé de la prise de participation par la Sematra dans Air Austral. Le présent rapport a été préparé sous la responsabilité de Benoit d'Udekem (dont un résumé de l'expertise est repris en Annexe C), documente les conclusions d'Analysis Group et répond aux exigences de la loi du 6 août 2015 et du code général des collectivités territoriales.

2.3 Sources

27. Pour établir ce rapport, nous nous sommes appuyés sur différentes sources reçues des conseils de la Région Réunion ou d'Air Austral, ainsi que sur le plan d'affaires établi par Run Air et annexé à son Offre Ferme Révisée. Nous avons aussi eu des discussions avec le Président du Conseil d'Administration et Directeur Général d'Air Austral, M. Joseph Brema, qui nous a fourni des informations comptables et financières qui n'étaient pas disponibles dans les rapports annuels de la Société, et avec Rothschild, qui nous a décrit le processus pour lequel elle avait été mandatée et qu'elle avait entrepris en 2021 et 2022 (voir la section 2.1.3). L'annexe A répertorie l'ensemble des sources écrites que nous avons consultées.
28. Nous nous réservons le droit de mettre à jour ou de réviser nos conclusions, ou de les compléter, si des informations additionnelles sont mises à jour.

Bruxelles, 15 décembre 2022



Benoit d'Udekem

Vice Président

3 Evaluation de la valeur d’Air Austral et du caractère avisé de la Transaction

3.1 Introduction

29. Pour évaluer le caractère avisé de la Transaction, nous évaluons la valeur d’Air Austral sans et avec mise en œuvre de la Transaction. D’un point de vue économique, si (i) la conséquence immédiate pour la Sematra d’un scénario sans la Transaction, impliquant la liquidation de la Société est équivalent à celui d’un scénario avec la Transaction et restructuration du passif de la Société et (ii) la valeur dégagée par la Sematra à la suite de la mise en œuvre de la Transaction est supérieure à celle qui est dégagée sans la Transaction :

- i. La Transaction est justifiée d’un point de vue économique.
- ii. Par conséquent, le caractère avisé de la Transaction est établi.

30. En outre, si l’injection de capital par la Sematra et la privatisation d’Air Austral via l’ouverture de son capital à Run Air se font sur la base d’une valorisation sensiblement conforme aux valeurs de marchés, il est établi que la Transaction se fait dans des conditions :

- i. Sans préjudice économique pour l’actionnaire public, la Sematra.
- ii. Sans avantage économique indu pour le nouvel actionnaire privé Run Air.

31. Dans le reste de cette section, nous évaluons, d’une part, la valeur d’Air Austral sans la mise en œuvre de la Transaction, menant à une liquidation inévitable de la Société, et d’autre part, la valeur d’Air Austral après la mise en œuvre de la Transaction, menant à une restructuration de son passif et à une injection de capital par la Sematra et Run Air.

3.2 Valorisation d’Air Austral sans mise en œuvre de la Transaction

3.2.1 Alternative à la mise en œuvre de la Transaction

32. En l’absence de toute autre proposition d’injection de capital que celle de Run Air, le scénario alternatif à la mise en œuvre de la Transaction est de tenter de poursuivre les activités de la Société « en l’état ». Néanmoins, ce scénario se heurte à trois écueils majeurs : une situation de trésorerie insoutenable, un endettement excessif, et l’exigibilité immédiate et aussi partiellement différée d’une partie significative des emprunts contractés par Air Austral.

33.



⁵⁴ [AGF-15] Air Austral, ‘Trésorerie - synthèse journalière’, 28 November 2022.

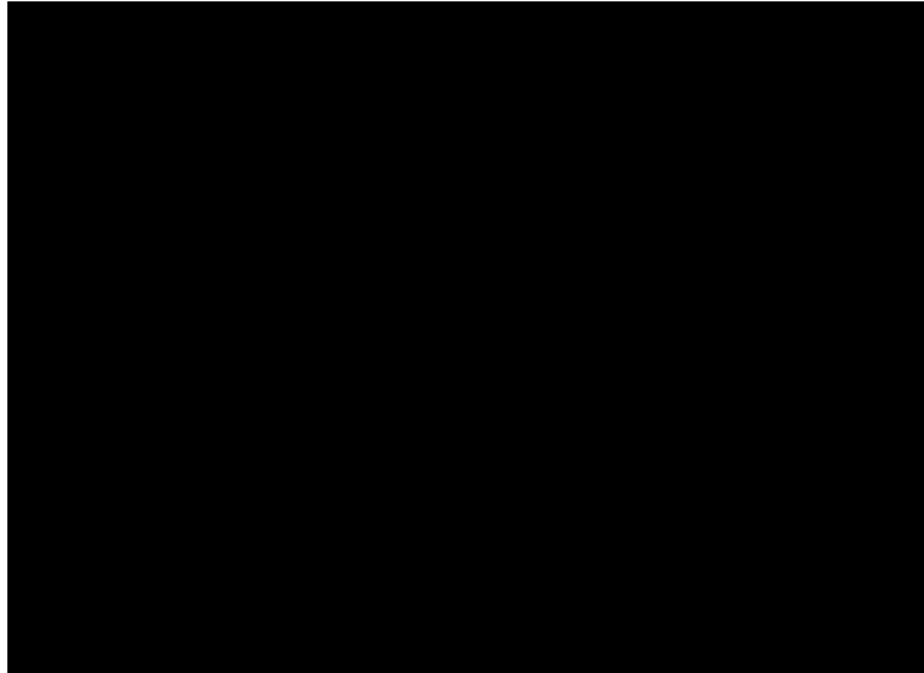


Figure 4. Trésorerie prévisionnelle d'Air Austral entre début novembre 2022 et fin janvier 2023, sans apport de capital externe. Source : trésorerie prévisionnelle d'Air Austral⁵⁵.

34. Air Austral est donc au bord de la cessation de paiement. Sans injection de capital, la Société ne pourra poursuivre ses activités au-delà de mi-janvier 2023.
35. **Endettement excessif.** Dans un scénario sans la Transaction, le passif d'Air Austral n'est pas restructuré. Néanmoins, l'endettement que la Société a accumulé pendant la crise sanitaire pour rester à flot est considérable : comme le montre le Tableau 2, la proportion des emprunts a augmenté de 75% à 115% du capital total de la Société entre 2017-2019 et 2022.

Avant la pandémie					Après la pandémie
Année	2017	2018	2019	Moyenne	2022
Emprunts	151.751.488	136.690.538	114.360.805		249.558.849
Fonds propres	50.562.482	40.876.956	46.446.498		-32.635.047
Capital total	202.313.970	177.567.494	160.807.303		216.923.802
Emprunts / capital total	75%	77%	71%	74%	115%

Tableau 2. Endettement d'Air Austral avant et après la pandémie de COVID-19. Source : rapports annuels 2017-2022 d'Air Austral⁵⁶.

⁵⁵ [AGF-15] Air Austral, 'Trésorerie - synthèse journalière'.

⁵⁶ [AGF-07] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 17 juillet 2017'; [AGF-08] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 12 juillet 2018'; [AGF-09] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 11 juillet 2019'; [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022'.

36. Dans les faits, la Société ne dispose que de très peu de leviers pour réduire son endettement elle-même et revenir à une situation bilancielle plus saine :
- i. Air Austral ne dispose que très peu d'actifs qu'elle peut vendre à des organismes de financement avant de les relouer ensuite (opérations de « *sale-and-leaseback* »). De telles opérations auraient pour effet d'augmenter la base de coûts de la Société et de réduire sa rentabilité.
 - ii. La vente du Boeing 787-8, utilisé par Air Austral sur les vols long-courrier⁵⁷, s'accompagnerait nécessairement d'une réduction significative de son périmètre d'activités et donc de revenus moindres pour couvrir des coûts fixes seulement marginalement inférieurs⁵⁸.
37. Les investisseurs ayant précédemment analysé la situation financière de la société, dans le scénario de rapprochement avec Corsair, sont aussi arrivés à la conclusion que cet endettement était trop important pour qu'elle poursuive ses activités. La situation des compagnies aériennes nécessitait, d'après les investisseurs, « *une profonde restructuration financière et opérationnelle* » pour « *recouvrer à moyen terme une solidité financière* »⁵⁹.
38. Cette restructuration visant à « *restaurer de la marge de manœuvre financière* »⁶⁰, que la Société n'a plus, impliquait :
- i. Un « *apurement préalablement à [toute transaction] de l'ensemble des comptes courants d'associés* »⁶¹.
 - ii. Un abandon de créances, « *résultant en une absence de dette financière* »⁶² au niveau de chacune des sociétés, Air Austral et Corsair, plusieurs investisseurs estimant que les sociétés ne disposaient pas des ressources financières pour rembourser ses dettes⁶³, y compris ses dettes sociales et fiscales⁶⁴.
 - iii. Un financement temporaire des besoins de trésorerie par les actionnaires et/ou créanciers existants jusqu'à ce que les investisseurs prennent le contrôle de la Société⁶⁵.
39. En d'autres termes, sans restructuration de son passif et des activités opérationnelles, ces investisseurs considéraient, comme nous, que l'endettement de la Société était incompatible avec la poursuite de ces activités.

⁵⁷ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 13.

⁵⁸ Voir par exemple [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 16.

⁵⁹ [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 2.

⁶⁰ [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 4.

⁶¹ [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 3.

⁶² [AGF-12] Equerre Capital Partners, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'Intention', 4.

⁶³ [AGF-14] COF III Strategies I LP (Pimco), 'Corsair and Air Austral Investment - Letter of Interest', 2.

⁶⁴ [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 5.

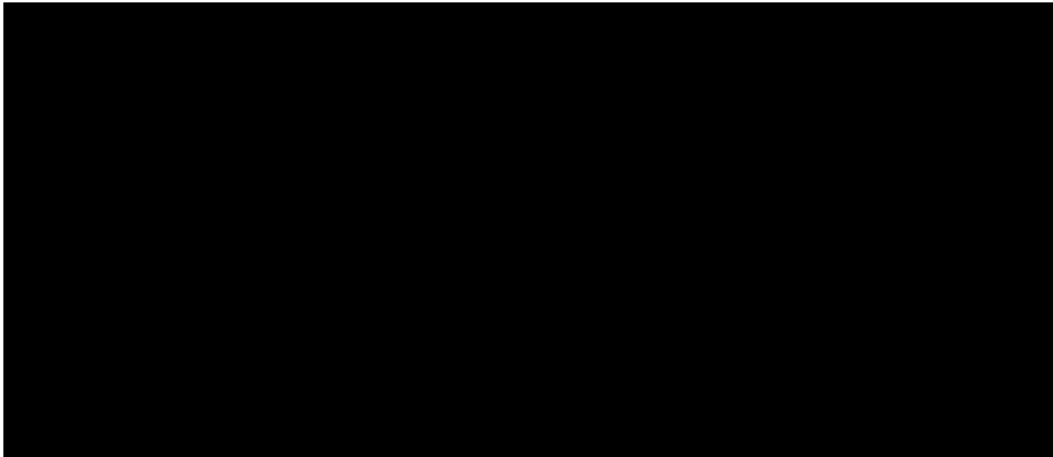
⁶⁵ [AGF-12] Equerre Capital Partners, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'Intention', 4.

40. **Exigibilité immédiate ou différée de sources clés de financement de la Société.**

Comme la Société le constate elle-même dans son rapport annuel 2022⁶⁶, la Société était, à la date de clôture de ses comptes au 31 mars 2022, en défaut de plusieurs garanties financières (« *covenants* ») que la Société avait donné à certains de ses créanciers.

41. À cette date, comme le montre le Tableau 3, plusieurs ratios financiers dépassaient les valeurs limites stipulées dans les contrats de prêts, et en particulier :

- i. Les PGE signés en mai et juillet 2020, pour un montant de 70 millions d'euros.
- ii. Le financement du Boeing 787-8 opéré par Air Austral, pour un montant de 37,2 millions d'euros. Néanmoins, nous comprenons que la Société bénéficie d'une suspension de l'application des *covenants* de ce prêt jusque juillet 2024.



43. Sans restructuration de son passif ni injection significative de capital, la Société est soumise à un remboursement immédiat d'un montant total de 70 millions d'euros⁶⁹ sur les PGE, que sa situation de trésorerie ne permet pas d'imaginer pour l'instant.

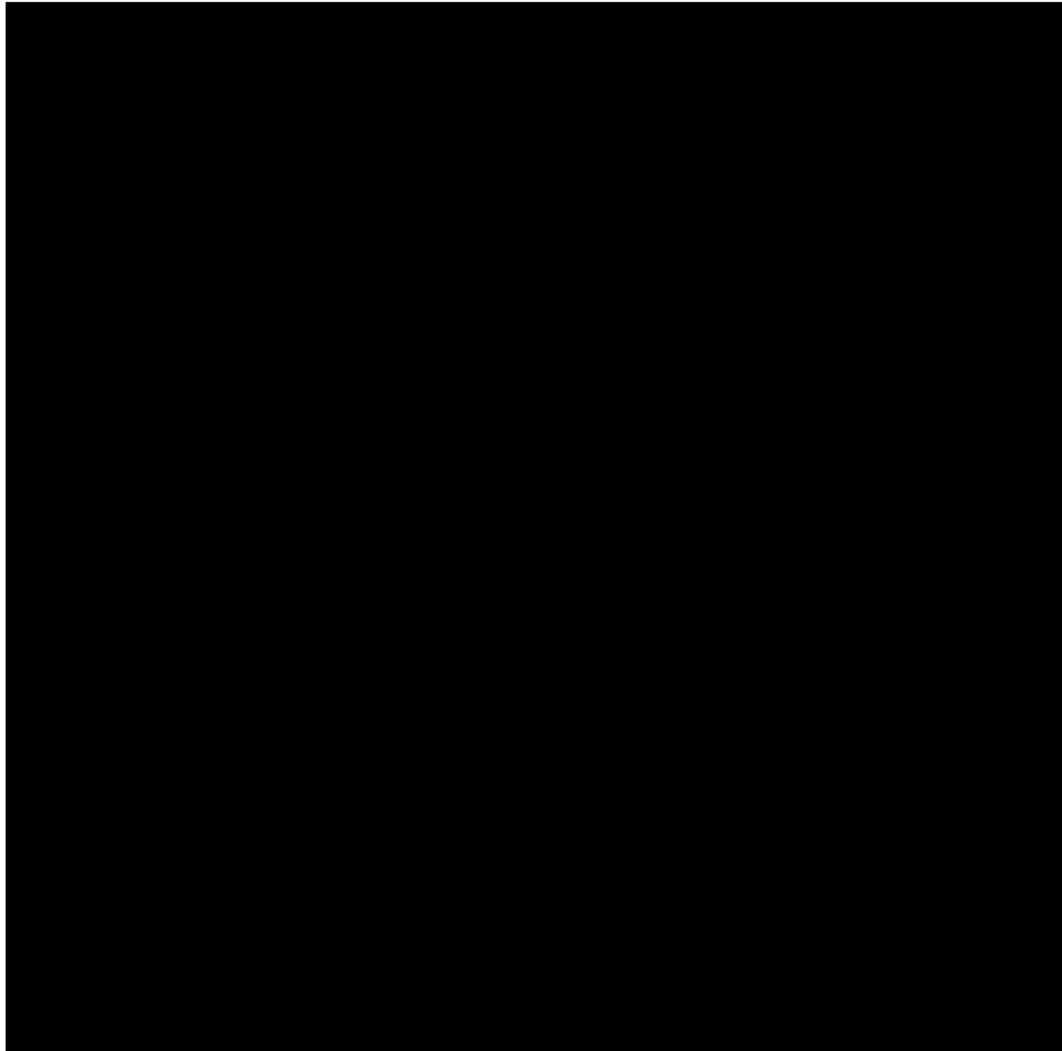
44. Même sous une hypothèse optimiste où la Société serait en mesure de céder ses créances liquides ou quasi-liquides à leur valeur nominale ou d'en obtenir un paiement immédiat, un tel remboursement entamerait de manière très significative les actifs liquides de la société qui ne sont pas nécessaires aux activités aériennes, comme le montre le Tableau 4 ci-dessous. Il ne resterait à Air Austral plus que 45,7 millions d'euros d'actifs liquides pour poursuivre ses activités.

⁶⁶ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO12-14.

⁶⁷ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO13.

⁶⁸ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022'.

⁶⁹ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO14-15, BDO36-37.



45. Nous concluons que, de facto, sans la Transaction et sans aucune autre perspective de reprise, la Société se retrouvera incessamment en cessation de paiement et, sans injection de capital, dans un scénario de liquidation.

3.2.2 Méthode de valorisation de la Société sans mise en œuvre de la Transaction

46. Pour valoriser Air Austral dans ce scénario, nous analysons la valeur résiduelle d’Air Austral pour la Sematra si les actifs de la Société sont liquidés. Nous évaluons le scénario de liquidation en supposant que les actifs peuvent être vendus à leur valeur comptable du 30 mars 2022, à l’exception :
- i. De l’avion B787-8 dont Air Austral est propriétaire et qui est comptabilisé au bilan, mais nanti au bénéfice du syndicat bancaire qui le finance. Par conséquent, en liquidation, une partie substantielle de la valeur de cet actif serait conservée par le syndicat bancaire dans un scénario de liquidation.

⁷⁰ [AGF-01] Air Austral, ‘Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022’, BDO21-28.

- ii. Des garanties et réserves de maintenance (qui sont les montants payés contractuellement aux loueurs d'avions dans les locations opérationnelles pour s'assurer de la bonne maintenance des aéronefs) associées aux avions opérés par Air Austral, qui seraient retenues par les organismes auxquelles elles ont été versées dans un scénario de liquidation.
47. Nous analysons aussi la liquidité relative des autres actifs pour comprendre la facilité avec laquelle Air Austral pourrait les vendre pour générer les liquidités nécessaires pour rembourser ses créanciers.
48. 
49. Nous considérons que l'hypothèse de liquidation des autres actifs à leur valeur comptable est conservatrice pour plusieurs raisons :
- i. La valeur comptable des actifs est généralement considérée refléter leur valeur économique de manière fiable.
 - ii. La littérature académique montre que la vente forcée d'actifs, notamment dans des processus de liquidation, se fait généralement à des valeurs bien inférieures à leur valeur économique⁷³. En particulier, moins la situation financière d'une compagnie aérienne est saine, plus le prix auquel elle a tendance à vendre ses actifs est bas⁷⁴.
 - iii. Les filiales d'Air Austral n'ont pas une valeur significative : la plupart d'entre elles crée de la valeur pour Air Austral plus qu'elles n'en créent intrinsèquement⁷⁵.

3.2.3 Valorisation de la Société sans mise en œuvre de la Transaction

50. Le Tableau 5 ci-dessous montre les différents postes d'endettement de la Société, ordonnés par ordre indicatif de priorité, ou rang⁷⁶. Une comparaison des Tableau 4 et Tableau 5 montre que la valeur recouvrable des actifs de la Société (237,4 millions

⁷¹ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO17.

⁷² [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO21, BDO25. Nous retenons la valeur de 67,9 millions d'euros (75,4 millions de dollars US) indiquée dans le rapport de l'expert indépendant Avitas. Voir [AGF-16] Avitas, 'Extended Desktop Valuation Report prepared for Air Austral', 15 June 2022, 4.

⁷³ [AGL-01] Andrei Shleifer and Robert Vishny, 'Fire sales in finance and macroeconomics', *Journal of Economic Perspectives*, 25/1 (2011), 29–48; [AGL-02] Andrei Shleifer and Robert Vishny, 'Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach', *Journal of Finance*, 47/4 (1992), 1343–66.

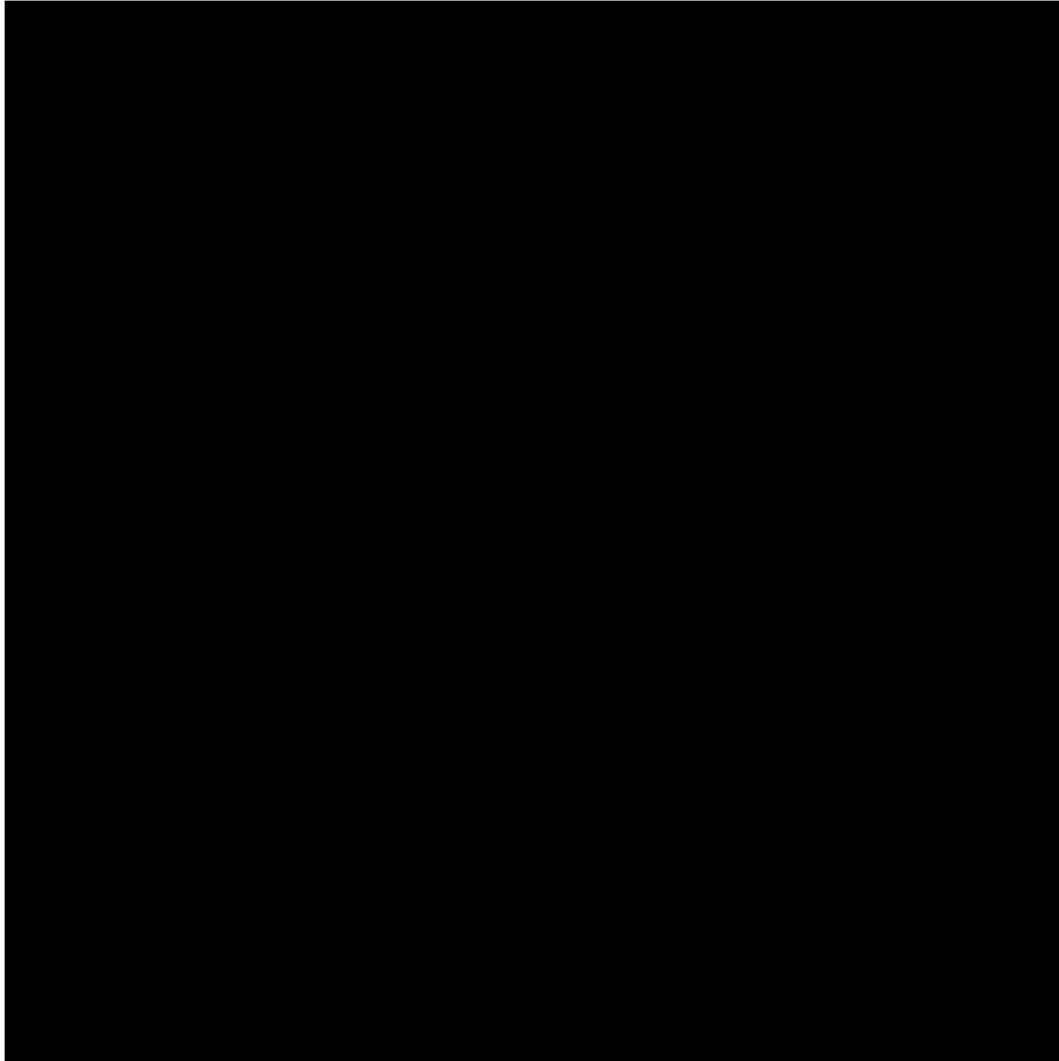
⁷⁴ [AGL-03] Todd C. Pulvino, 'Do asset fire sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions', *Journal of Finance*, 53/3 (1998), 939–78.

⁷⁵ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 20.

⁷⁶ Cet ordre a été établi avec l'aide du Président du Conseil d'Administration et Directeur Général d'Air Austral et n'a pas été validé sur la base des contrats.

d'euros) est inférieure à la valeur des créances de la Société hors celles octroyées par la Sematra (367,2 millions d'euros).

51. Puisque la dette octroyée par la Sematra à Air Austral est subordonnée à toutes les autres créances de la Société, et les fonds propres investis par la Sematra sont subordonnés à cette dette, la Sematra serait le dernier investisseur à recevoir les produits d'une liquidation de la Société. La Sematra ne recouvrerait donc pas de valeur sur ses investissements : ni sur ses prêts subordonnés et avances en compte courant, ni sur les fonds propres qu'elle a investis.



52. Il est donc établi que, sans la Transaction, la Société se retrouve dans une situation de cessation de paiement et que ses actifs doivent être liquidés au bénéfice de ses créanciers. La Société a accumulé un endettement considérable pendant la crise sanitaire et n'est pas en mesure de remédier à cette situation seule. La Sematra étant

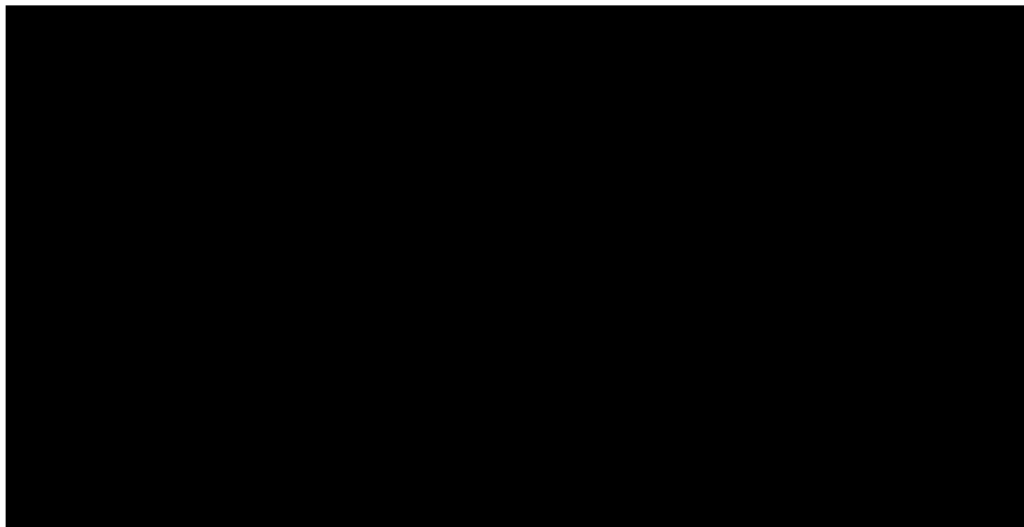
⁷⁷ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', BDO36-37.

le créancier le plus junior, elle ne doit s'attendre à recouvrer aucune valeur sur son investissement dans Air Austral. Notre analyse montre que les montants résultant d'une liquidation des actifs d'Air Austral ne permettent pas de rembourser les créances plus seniors dans leur intégralité, même dans un scénario optimiste où ces actifs peuvent être cédés à leur valeur comptable.

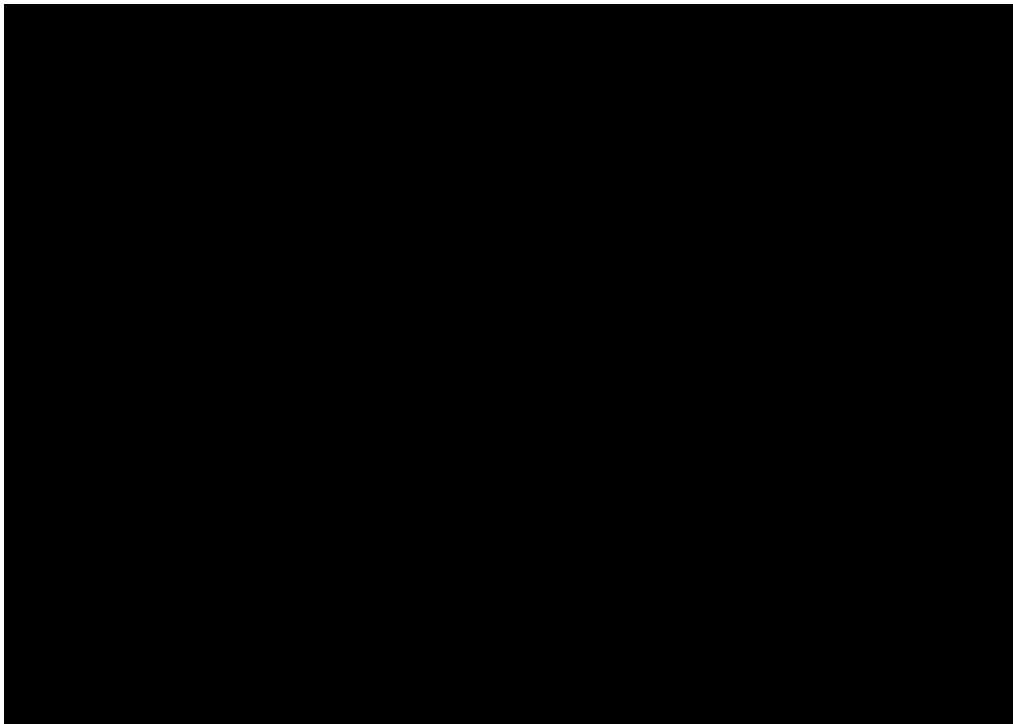
3.3 Valorisation d'Air Austral avec mise en œuvre de la Transaction

3.3.1 Critères pour évaluer le caractère avisé de la Transaction

53. Dans la section précédente, nous avons établi que sans la Transaction, la Sematra ne recouvrerait aucune valeur sur son investissement. Dans ce scénario, la valeur résiduelle pour les investisseurs de la Sematra (Région Réunion, Département de la Réunion et Caisse des Dépôts et Consignation, principalement) est nulle.
54. Dans un scénario où la Transaction est mise en œuvre, la Sematra ne recouvrera initialement pas non plus de valeur, puisque :
 - i. Les créances de la Sematra dans Air Austral seront tout d'abord converties en capital, avant que le capital d'Air Austral ne soit réduit⁷⁸, diminuant par la même la valeur des créances de la Sematra à zéro euro.
 - ii. L'injection de capital par la Sematra et Run Air dans la Société se fera sur la base d'un passif restructuré, sans plus aucune dette octroyée par Sematra et avec des dettes résiduelles vis-à-vis de ses prêteurs actuels (à l'exception des financements des avions)⁷⁹, comme le montre le Tableau 6.



⁸⁰ Nous faisons l'hypothèse que les créances affacturées et « mobilisées » ne font pas l'objet d'une restructuration et que les intérêts courus sont restructurés à hauteur de 80%, comme les prêts garantis par l'Etat. Cette hypothèse n'est pas de nature à affecter nos conclusions.



55. Néanmoins, l'injection de capital par la Sematra et Run Air permettra à la Sematra de bénéficier de la valeur créée par le maintien en activité d'Air Austral, en ce compris parce que la Sematra bénéficiera de la clause de retour à meilleure fortune conjointement avec Run Air via un remboursement anticipé des comptes courants qu'elle aura investis⁸⁴. Le maintien de l'activité d'Air Austral aura en outre des conséquences économiques directes et indirectes positives pour la région.
56. D'un point de vue économique, la Transaction a un caractère avisé (sans préjudice pour la Sematra et avec le bénéfice du maintien en activité de la Société) si l'investissement se fait dans des conditions conformes à celles de marché :
- i. L'injection de capital par la Sematra se fait à une valeur implicite inférieure ou sensiblement égale à la valeur estimée de la Société.
 - ii. La privatisation et prise de participation par Run Air se fait à une valeur implicite supérieure ou sensiblement égale à la valeur estimée de la Société.

3.3.2 Méthode de valorisation de la Société avec mise en œuvre de la Transaction

57. Pour estimer la valeur d'Air Austral avec mise en œuvre de la Transaction, nous considérons que préalablement à la privatisation et prise de contrôle d'Air Austral par Run Air, le passif de la Société est restructuré conformément à l'annexe 3 de

⁸¹ [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022'.

⁸² [AGC-03] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral', 6-8.

⁸⁴ [AGC-03] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral', 21.

l'Offre Ferme Révisée⁸⁵ et résumé dans le Tableau 6 ci-dessus. En particulier, nous tenons compte de :

- i. L'apurement de la dette résiduelle tel qu'il est spécifié dans l'Offre Ferme Révisée.
 - ii. La clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d'Air Austral, telle qu'elle est spécifiée dans l'annexe 3 à l'Offre Ferme Révisée⁸⁶.
58. Nous adoptons la méthode d'actualisation des flux de trésorerie pour valoriser Air Austral. Cette méthode est très communément appliquée par les praticiens en matière de fusions-acquisitions pour valoriser des entreprises sur la base de plan d'affaires détaillés⁸⁷. Elle passe par deux étapes :
- i. Tout d'abord, estimer les flux de trésorerie attendus par les investisseurs dans le futur⁸⁸ et tant que la société valorisée existe⁸⁹, sur la base d'un plan d'affaires.
 - ii. Ensuite, actualiser à un coût du capital reflétant les rendements attendus par les investisseurs (créanciers et actionnaires, en particulier majoritaires⁹⁰) au vu du risque qu'ils prennent⁹¹.
59. La méthode permet l'évaluation de la valeur des actions d'une société en déduisant de la valeur « d'entreprise » (c'est-à-dire pour tous les investisseurs, actionnaires et créanciers) obtenue après actualisation des flux de trésorerie, celle de la dette de la société, habituellement évaluée à sa valeur comptable. Néanmoins, dans le cas qui nous occupe, c'est la valeur d'entreprise, comparable à l'apport total en capital (fonds propres et compte courant) des deux actionnaires, qui nous intéresse.
60. Une autre méthode, dite des « multiples »⁹², consiste à :
- i. Déterminer les ratios (ou multiples de marché) entre la valeur de marché d'entreprises cotées en bourse et certaines mesures de leurs bénéfices comptables, comme leurs bénéfices nets.
 - ii. Multiplier cette même mesure comptable de la société à valoriser par les multiples obtenus à l'étape précédente⁹³.

⁸⁵ [AGC-03] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral', 16–23.

⁸⁶ [AGC-03] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral', 20–23.

⁸⁷ [AGB-01] Pierre Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 2nd edn (2009), 650–58.

⁸⁸ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 651–52.

⁸⁹ L'hypothèse habituellement retenue est que les sociétés valorisées existent à perpétuité. Une valeur « terminale » est calculée correspondant à la valeur qu'elle prend au-delà d'un certain horizon prédictif. Voir [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 653–55.

⁹⁰ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 658.

⁹¹ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 655.

⁹² [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 659–64.

⁹³ Les mesures comptables des sociétés comparables ou de la société à valoriser doivent potentiellement être ajustés pour assurer la comparabilité des mesures de rentabilité.

61. Néanmoins, les spécificités mises en évidence au paragraphe 57 rendent l'application de cette méthode alternative malaisée dans le cas d'espèce. En outre, d'un point de vue économique, il est important de tenir compte du fait que contrairement aux actions des sociétés cotées, les actions d'Air Austral ne sont peut-être pas traitées sur des marchés organisés : elles sont fondamentalement illiquides. Comme la liquidité des actions a une valeur significative⁹⁴, les multiples de marché sont d'une pertinence limitée pour évaluer la valeur de la Société, en tout cas en tant que méthode principale. Pour cette raison, nous n'utiliserons la méthode des multiples qu'à titre subsidiaire, pour nous assurer de la raisonnablement de nos conclusions.

3.3.3 Hypothèses de valorisation de la Société

62. Pour évaluer les flux de trésorerie futurs d'Air Austral attendus par son nouvel actionnaire majoritaire Run Air, nous nous reposons sur le nouveau plan d'affaires⁹⁵ annexé à l'Offre Ferme Révisée de Run Air. En résumé, ce plan d'affaires prévoit :

- i. Une croissance progressive du chiffre d'affaires d'Air Austral, qui est associée à une augmentation de la capacité de transport mise sur le marché par la Société ainsi qu'à un taux de remplissage et à un prix des billets ayant une légère tendance haussière vers la fin de l'horizon prévisionnel⁹⁶.
- ii. Un retour progressif des coûts d'approvisionnement en kérosène à un niveau stable⁹⁷, mais plus élevé que pré-pandémie, aux alentours de 25% du chiffre d'affaires prévisionnel⁹⁸.
- iii. Un retour progressif des autres coûts, en ce compris ceux relatifs au personnel, à son niveau de pré-pandémie⁹⁹.

⁹⁴ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 432–34; [AGL-04] Yakov Amihud and others, 'The illiquidity premium: International evidence', *Journal of Financial Economics*, 117/2 (2015), 350–68.

⁹⁵ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières'; [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum'.

⁹⁶ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 16–17.

⁹⁷ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 16, 24.

⁹⁸ L'approvisionnement nécessaire des avions en grandes quantités de kérosène soumet la rentabilité des compagnies aériennes aux aléas des marchés des matières premières. Le coût du kérosène est un paramètre important dans les projections financières de rentabilité (et des flux de trésorerie) des compagnies aériennes. Les contrats à terme sur le kérosène ne sont pas couramment traités sur les marchés financiers mais (i) le prix du kérosène est fortement corrélé à celui du pétrole, (ii) les contrats à terme sur le pétrole sont couramment traités sur les marchés financiers sur des horizons longs (quatre ans pour le Brent) et (iii) ces derniers donnent donc une indication sur les attentes du marché par rapport aux prix futurs du kérosène. Voir [AGL-05] Peter A. Turner and Siew Hoon Lim, 'Hedging jet fuel price risk: The case of U.S. passenger airlines', *Journal of Air Transport Management*, 44–45 (2015), 54–64.

⁹⁹ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 26–28.

- iv. Une marge bénéficiaire avant intérêts, impôts, amortissements et dépréciations et loyers (« **EBITDAR** »)¹⁰⁰, légèrement inférieure à celle observée sur la période 2017-2019.
 - v. Des loyers d'avions inférieurs à la période pré-pandémie¹⁰¹, à la suite de leur renégociation pendant la crise sanitaire¹⁰².
 - vi. Au total, une marge nette légèrement supérieure à celle observée sur la période 2017-2019.
63. Ces hypothèses, dans leur ensemble ont de toute évidence été élaborées et documentées avec soin par la direction d'Air Austral avec l'aide de Deloitte¹⁰³. Néanmoins, la marge nette significativement plus élevée par rapport à celle que la Société a réalisée avant la crise sanitaire suggère que le plan d'affaires est empreint d'un certain optimisme (voir Annexe B.1), au vu de :
- i. La rentabilité moyenne du secteur qui est connue pour être marginale¹⁰⁴.
 - ii. Un environnement devenu plus concurrentiel pour Air Austral¹⁰⁵ : la combinaison d'une augmentation du taux d'occupation¹⁰⁶ et du maintien de prix de billets élevés¹⁰⁷ semble agressive, en particulier sur les lignes vers la Métropole où la concurrence sera la plus marquée.
64. Nous évaluons aussi la valeur d'Air Austral dans les scénarios alternatifs proposés par Deloitte dans le contexte du dossier d'aide d'Etat soumis à la Commission européenne¹⁰⁸. Ces scénarios prévoient des fermetures de lignes aériennes ou une rentabilité plus en ligne avec l'historique récent de la Société (voir Annexe B.2).
65. D'un point de vue financier, c'est le coût du capital de l'actionnaire majoritaire qui dicte le taux d'actualisation des flux de trésorerie. C'est en effet lui qui détient le

¹⁰⁰ EBITDAR est une métrique courante pour mesurer la performance opérationnelle des compagnies aériennes, faisant abstraction de leurs choix de financement de leurs flottes d'avions (puisque les loyers et amortissements ne sont pas pris en compte). Voir [AGL-06] Sylvain Bourjade, Regis Huc and Catherine Muller-Vibes, 'Leasing and profitability: Empirical evidence from the airline industry', *Transportation Research Part A Policy and Practice*, 97 (2017), 34.

¹⁰¹ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 16, 25.

¹⁰² [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 22.

¹⁰³ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières'.

¹⁰⁴ Le secteur aérien est connu pour sa rentabilité cyclique et marginale en moyenne. Voir [AGB-02] Rigas Doganis, *Flying off course Airline economics and marketing*, 4th edn (2010), 4–6.

¹⁰⁵ Air Austral est en concurrence frontale avec French Bee, Corsair et Air France sur l'axe Réunion-Métropole, avec Corsair et EWA Air sur Réunion-Mayotte, avec Air Mauritius sur Réunion-Ile Maurice et Air Madagascar sur Réunion-Madagascar. [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 11, 20; [AGO-03] Christophe Hardin, 'Air France, French Bee, Corsair... Air Austral va devoir affronter une concurrence féroce sur La Réunion', *AirMag*, 6 July 2021 <https://www.tourmag.com/Air-France-French-Bee-Corsair-Air-Austral-va-devoir-affronter-une-concurrence-feroce-sur-La-Reunion_a109065.html> [accessed 18 December 2022].

¹⁰⁶ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 21.

¹⁰⁷ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 8, 23.

¹⁰⁸ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 13–16.

contrôle de l'entreprise et porte la plus grande partie du risque associé à ses activités.
Nous déterminons le coût du capital d'Air Austral en nous reposant sur cinq sources :

- i. L'évaluation de la prime de risque des fonds propres du professeur Aswath Damodaran¹⁰⁹ (un expert en matière de valorisation d'entreprises) qui mesure le rendement supplémentaire attendu par des investisseurs diversifiés sur des investissements dans des fonds propres (actions) liquides.
- ii. Le multiplicateur de ce rendement attendu par un actionnaire sous-diversifié, tel que Run Air, dans une compagnie aérienne européenne, tel qu'estimé par Aswath Damodaran¹¹⁰. Le fait qu'un actionnaire soit sous-diversifié signifie en effet qu'il a une exposition au risque « total » de l'entreprise dans laquelle il investit, c'est-à-dire à la somme des risque systématique (non-diversifiable) et non-systématique (diversifiable). Ce risque accru justifie une attente de rendement plus élevée¹¹¹, qui est souvent mesurée via le beta total d'une société¹¹².
- iii. Le coût de la dette, niveau relatif d'endettement et taux d'imposition d'Air Austral tel qu'il apparaît dans les comptes de la Société sur période 2004-2011¹¹³, lorsque la Société ne bénéficiait pas du soutien financier des autorités publiques, avant une première restructuration de son bilan en 2012¹¹⁴. Nous considérons que ces valeurs sont celles qui sont « naturelles » pour la Société, sans influence extérieure, et reflètent son risque intrinsèque moyen¹¹⁵.
- iv. Un prime d'illiquidité nécessaire, d'un point de vue économique¹¹⁶, pour tenir compte du fait que les actions d'Air Austral ne sont pas cotées en bourse et ne peuvent pas être traitées sur les marchés financiers. La prime d'illiquidité retenue est celle qui est observée entre les actions les plus liquides et les moins liquides sur les marchés développés, en ce compris le marché français¹¹⁷.

¹⁰⁹ [AGD-01] Aswath Damodaran, 'Country and Equity Risk Premiums', 5 January 2022

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>.

¹¹⁰ [AGD-02] Aswath Damodaran, 'Total Beta (beta for completely undiversified investor)', 5 January 2022

<<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaEurope.xls>>.

¹¹¹ [AGL-07] Frank Kerins, Janet Kiholm Smith and Richard Smith, 'Opportunity cost of capital for venture capital investors and entrepreneurs', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39/2 (2004), 385–405; [AGL-08] Elisabeth Mueller, 'Returns to private equity - Idiosyncratic risk does matter!', *Review of Finance*, 15/3 (2010), 545–74.

¹¹² [AGB-03] Aswath Damodaran, *The dark side of valuation valuing young, distressed, and complex businesses*, 2nd edn (2010), 237–39.

¹¹³ Tels que disponibles sur la plateforme de données financières S&P Capital IQ.

¹¹⁴ [AGO-01] Commission Européenne, 'Aide d'État SA.100758 (2021/N) – France – Aide au sauvetage d'Air Austral', paras 9–10.

¹¹⁵ [AGL-09] Robert S. Harris and John J. Pringle, 'Risk-adjusted Discount Rates — Extensions From Average Risk Case', *Journal of Financial Research*, 8/3 (1985), 237.

¹¹⁶ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 432–34.

¹¹⁷ [AGL-04] Amihud and others, 'The illiquidity premium: International evidence', 350–68.

v. Le taux sans risque, que nous évaluons sur la base du taux des obligations allemandes à 10 ans au 16 décembre 2022¹¹⁸.

66. Notre évaluation du coût des fonds propres, de la dette et du coût pondéré du capital d'Air Austral est présentée dans le Tableau 7.

	Composant	Estimation	Pondération
Coût des fonds propres	Taux sans risque	2,15%	49%
	+ Beta total avec levier	4,2	
	× Prime de risque des fonds propres	4,7%	
	+ Prime d'illiquidité	7,1%	
	= Coût des fonds propres	29,1%	
Coût de la dette	Coût moyen de la dette bancaire 2004-2011	5,2%	51%
Coût pondéré du capital		16,6%	

Tableau 7. Evaluation du coût du capital d'Air Austral. Source : Aswath Damodaran¹¹⁹, S&P Capital IQ, Amihud et al (2015)¹²⁰.

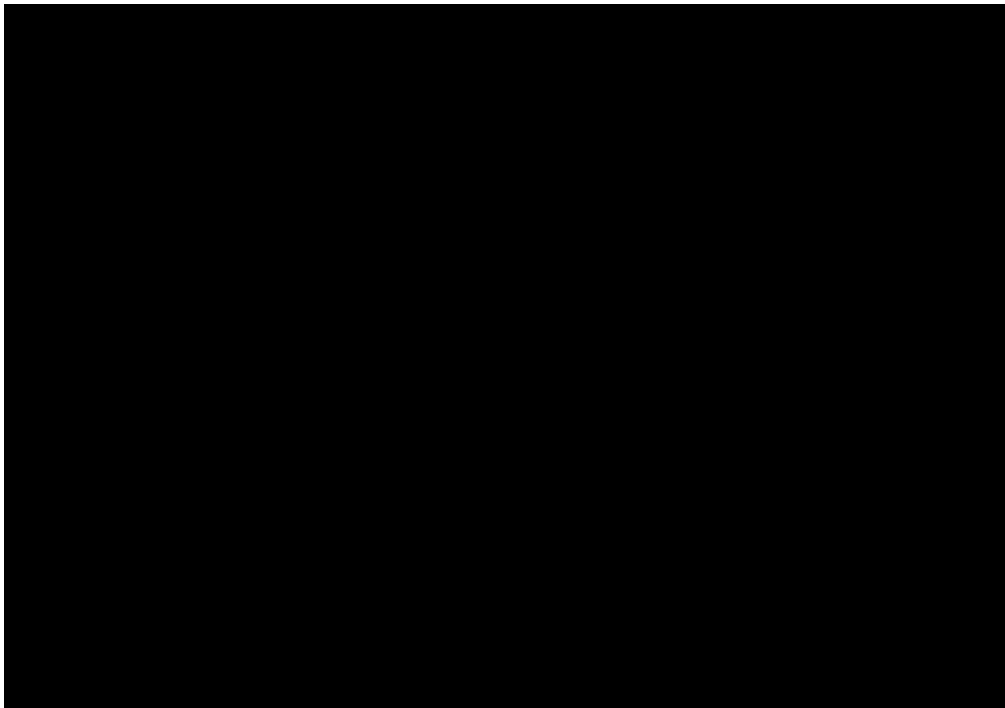
67. Outre les hypothèses de coût du capital, valoriser une entreprise nécessite de déterminer la valeur « terminale » qu'elle prend au-delà de l'horizon sur lesquels les flux de trésorerie sont projetés explicitement (dans le plan d'affaires). Cette valeur terminale est classiquement évaluée comme la valeur actualisée d'une rente perpétuelle croissante qui commence à la fin de la période de projection des flux de trésorerie¹²¹. Vu l'évolution stable des flux de trésorerie sur l'horizon du plan d'affaires de Run Air, mise en évidence dans la Figure 5, nous faisons l'hypothèse que le taux de croissance des flux à perpétuité est nul pour évaluer la valeur terminale d'Air Austral.

¹¹⁸ Le taux observé sur les obligations d'Etat est supérieur au taux observé sur les obligations allemandes (« bund ») de durée identique, reflétant un risque crédit légèrement supérieur. Il serait dès lors conceptuellement incorrect de considérer le taux des obligations d'Etat comme le taux sans risque. Voir [AGB-03] Damodaran, *The dark side of valuation valuing young, distressed, and complex businesses*, 149–51.

¹¹⁹ [AGD-02] Damodaran, 'Total Beta (beta for completely undiversified investor)'.

¹²⁰ [AGL-04] Amihud and others, 'The illiquidity premium: International evidence', 350–68.

¹²¹ [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 653–55.



3.3.4 Valorisation de la Société avec mise en œuvre de la Transaction

68. Pour valoriser la Société après la Transaction, nous prenons à la fois en compte l'apurement des dettes bancaires résiduelles après restructuration, et la clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d'Air Austral. L'apurement des dettes est un mécanisme exceptionnel et n'est pas comparable à un cycle normal de remboursement / renouvellement des dettes contractées par une société. Dès lors, nous tenons spécifiquement compte des flux de trésorerie d'apurement pour valoriser la Société. La clause de retour à meilleure fortune est aussi un mécanisme relativement inhabituel qui peut réduire les flux de trésorerie reçus par les nouveaux investisseurs d'Air Austral au profit de tiers (les créanciers avant la restructuration du passif), et dont nous tenons compte explicitement.
69. Les projections détaillées des flux de trésorerie sont reprises dans les rapports de Deloitte¹²³ en annexe. Le Tableau 8 montre les résultats de valorisation de l'entreprise au 15 décembre 2022¹²⁴ (tous investissements de Run Air et la Sematra inclus, en ce compris les actions et avances en compte courant, mais hors dettes

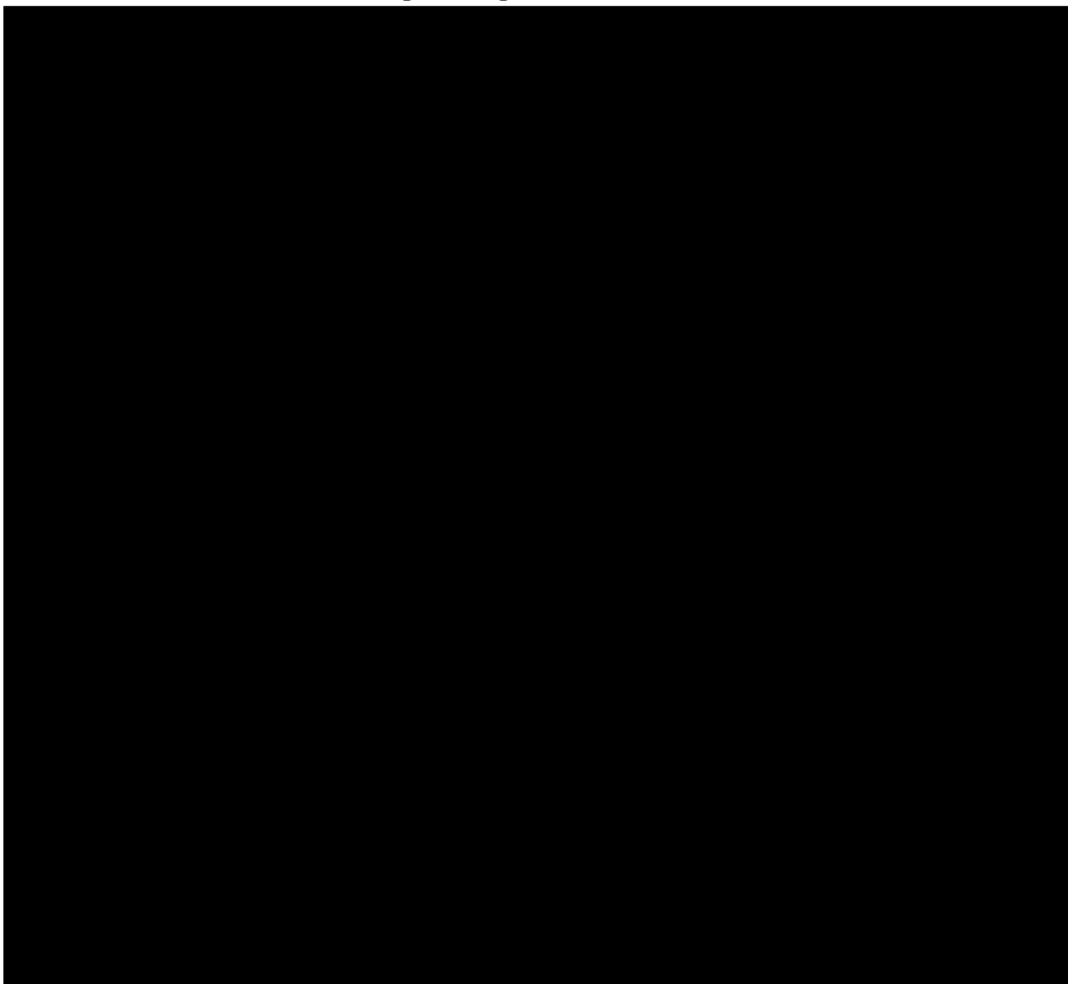
¹²² [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum'; [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières'.

¹²³ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières'; [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum'.

¹²⁴ En ce compris les flux de trésorerie de 2022, que nous attribuons au consortium Run Air-Sematra. Nous faisons les hypothèses que les flux sont réalisés trois mois après la fin de chaque année fiscale, au 30 juin, après avoir observé que la Société tenait son assemblée générale début juillet, en règle générale.

résiduelles faisant l'objet d'un apurement) dans le cas de base (plan d'affaires de Run Air) et aussi de plusieurs scénarios alternatifs présentés par Deloitte¹²⁵ :

- i. Fermeture des lignes aériennes Réunion-Seychelles et Réunion-Afrique du Sud¹²⁶.
- ii. Suppression d'un avions moyen-courrier et des lignes aériennes qu'il dessert¹²⁷.
- iii. Taux d'occupation réduit de 2%¹²⁸, menant à une marge opérationnelle plus proche de celle d'Air Austral avant la crise sanitaire, mais lui attribuant un certain crédit pour la renégociation du loyer des avions. Ce scénario nous paraît le plus vraisemblable.



¹²⁵ Nous ne valorisons pas le scénario de fermeture de la liaison aérienne Réunion-Chennai, qui est encore plus optimiste que le scénario de référence.

¹²⁶ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 14.

¹²⁷ [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 16.

¹²⁸ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 18.



73. Notre analyse montre donc que la valorisation de la société à 55 millions d'euros dans le contexte de la Transaction (fonds propres et avances en compte courant) est raisonnable sur en tenant compte :

- i. Du plan d'affaires de Run Air ;
- ii. D'hypothèses raisonnables de taux d'occupation, de maintien du prix des billets et d'une potentielle suppression des lignes aériennes opérées à perte et/ou d'un avion moyen-courrier ;
- iii. D'un coût du capital des investisseurs reflétant la structure de capital « naturelle » de la Société et le caractère illiquide et non-diversifié de l'investissement ; et
- iv. De l'apurement des dettes résiduelles de la Société et de la clause de retour à meilleure fortune.

La valeur attribuée à la Société au sein de la Transaction apparaît dès lors être conforme aux normes de marchés.

3.3.5 *Vérification du caractère raisonnable de la valorisation obtenue*

74. Pour nous assurer de la raisonnable de ces valorisations, nous comparons, à titre subsidiaire, un multiple pertinent pour mesurer la valeur d'Air Austral à celui d'autres compagnies aériennes. Le multiple que nous retenons est le ratio entre la valeur des fonds propres d'une compagnie aérienne (capitalisation boursière pour celles qui sont cotées en bourse) et les bénéfices nets prévisionnels (« **ratio P/E** »).
75. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, la valeur d'Air Austral est influencée par l'apurement des dettes et la clause de retour à meilleure fortune. Elle est aussi influencée, dans les premières années suivant la Transaction, par les restructurations opérationnelles que Run Air mettra en œuvre. Nous prenons par conséquent comme

¹²⁹ Dans l'hypothèse simplificatrice que l'impact de la suppression d'un avion est le même que dans le scénario de référence (plan d'affaires). Cet impact pourrait, en réalité, plus significatif à cause du phénomène économique dit de « levier opérationnel » (voir [AGB-01] Vernimmen and others, *Corporate Finance Theory and Practice*, 178–84), comme il pourrait être moins significatif si la suppression d'un avion permet une augmentation du taux d'occupation des vols restants.

¹³⁰ [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 11.

valeurs de référence pour calculer les multiple P/E d’Air Austral les valeurs suivantes :

- i. La valeur de l’entreprise hors apurement de dette et retour à meilleure fortune, telle que montrée à la dernière ligne du Tableau 8, après déduction de l’avance en compte courant de 25 millions d’euros.
 - ii. Les bénéfices nets projetés d’Air Austral après restructuration et retour à la rentabilité à partir de 2025.
76. Nous comparons les multiples P/E d’Air Austral pour la période 2024-2029 avec les multiples P/E prévisionnels d’autres compagnies aériennes :
- i. Actives sur des lignes aériennes comparables à celles qu’opère Air Austral (part significative de long-courrier) et sur un axe géographique similaire ;
 - ii. Qui n’ont pas adopté un modèle « *low-cost carrier* », qui les rendraient incomparables d’un point de vue opérationnel et financier¹³¹ ;
 - iii. Qui sont cotées en bourse et pour lesquelles ces multiples sont rapportés par S&P Capital IQ, une plateforme de données financières ;
 - iv. Dont la rentabilité future est estimée par des analystes financiers.

Les résultats de ces comparaisons sont repris dans le Tableau 9.

77. La comparaison présentée dans le Tableau 9 montre que :
- i. Sur la période 2025-2027 (après mise en œuvre de restructurations opérationnelles), le P/E d’Air Austral est généralement dans la fourchette basse des P/E des compagnies aériennes comparables sur la période 2023-2025 (pour lesquelles des bénéfices sont estimés par les analystes financiers).
 - ii. Pour l’année 2025 en particulier, le P/E d’Air Austral se trouve dans l’intervalle interquartile des P/E des compagnies aériennes de notre échantillon.

¹³¹ Les compagnies de ce type ont un modèle opérationnel différent des compagnies aériennes traditionnelles, et n’opèrent généralement pas de vols long-courriers. Voir [AGL-10] Xavier Fageda, Pere Suau-Sanchez and Keith J. Mason, ‘The evolving low-cost business model: Network implications of fare bundling and connecting flights in Europe’, *Journal of Air Transport Management*, 42 (2015), 289–96.

Compagnie aérienne	Pays	P/E		
		2025	2026	2027
Air Austral	France	7,6	7,5	5,3
		2023	2024	2025
Air France	France	10,6	4,2	6,0
Air New Zealand	Nouvelle Zélande	8,1	9,8	8,2
All Nippon Airlines	Japon	27,2	15,4	12,6
Cathay Pacific	Chine (Hong-Kong)	22,3	12,4	N.D.
Copa Holdings	Panama	10,1	8,1	6,4
EVA Air	Taiwan	19,3	17,4	N.D.
Qantas	Australie	7,2	7,3	7,0
IAG	Royaume-Uni et Espagne	11,0	5,6	4,5
Korean Air Lines	Corée du Sud	4,4	6,1	8,1
LATAM Airlines	Chili	22,1	8,9	5,7
Lufthansa	Allemagne	14,0	8,6	6,1
Singapore Airlines	Singapour	9,8	14,7	18,4
Turkish Airlines	Turkey	4,6	6,8	6,3
Moyenne		13,1	9,8	8,3
Médiane		10,4	8,4	6,4
Quartiles	1 ^{er} -3 ^{ème}	8,1-19,3	6,8-12,4	6,1-8,2

Tableau 9. Comparaison des multiples P/E calculés, (i) pour Air Austral comme le rapport entre la valorisation des fonds propres d’Air Austral hors apurement des dettes résiduelles et clause de retour à meilleure fortune et le bénéfice net anticipé entre 2025 et 2027 et (ii) pour d’autres compagnies aériennes cotées en bourse avec un modèle opérationnel similaire et une taille ou une desserte comparable, tel qu’il est rapporté par S&P Capital IQ au 9 décembre 2022. Source : S&P Capital IQ, Analysis Group. Note : (1) IAG est la société faitière des compagnies aériennes British Airways, Iberia et Vueling ; (2) le P/E de Cathay Pacific et EVA Air en 2025 n’est pas disponible ou ne reflète pas un consensus suffisant que pour être fiable.

78. La valorisation d’Air Austral paraît donc raisonnable au regard de celles de compagnies aériennes comparables, en ce compris Air France, avec qui Air Austral est en concurrence sur plusieurs lignes aériennes vers la Métropole. Cette comparaison confirme le caractère raisonnable de la valorisation obtenue via l’approche d’actualisation des flux de trésorerie.

3.4 Conclusion

79. Notre analyse de la situation financière d’Air Austral montre qu’en l’absence de la Transaction un scénario de liquidation semble inévitable. Dans un tel scénario, la Sematra ne recouvrerait aucune valeur sur son investissement. En effet, la Sematra est à la fois le créancier le plus subordonné de la Société et son actionnaire principal, et la liquidation des actifs d’Air Austral ne permettrait pas de rembourser complètement les créanciers qui sont seniors à la Sematra.

80. Si la Transaction est mise en œuvre, la Sematra ne recouvrera pas non plus initialement de valeur sur l'investissement qu'elle a réalisé jusqu'ici. Néanmoins, la Sematra pourra rester en tant qu'actionnaire minoritaire au capital d'Air Austral, qui maintiendra une activité opérationnelle au-delà de 2022, et sera bénéficiaire d'une clause de retour à meilleure fortune. Notre analyse suggère que la valeur attribuée à la Société au sein de la Transaction est :
- i. Cohérente avec sa valorisation sous l'hypothèse d'une continuité des activités, d'un apurement de la dette résiduelle après restructuration du passif et de la mise en place d'une clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d'Air Austral.
 - ii. Conforme aux valorisations de marché de compagnies aériennes comparables à Air Austral.
81. Nous concluons par conséquent qu'à la fois l'injection de capital par la Sematra et la privatisation d'Air Austral via une prise de participation majoritaire par Run Air, prévues au sein de la Transaction :
- i. Se font à des valeurs conformes à celles de la Société, sous des hypothèses de valorisation raisonnable.
 - ii. Ont un caractère avisé.
82. En ce qui concerne la qualification juridique de la Transaction en tant qu'aide d'Etat, nous ne sommes pas habilités à l'analyser. Tout au plus constatons nous que, sous l'hypothèse que la Transaction est mise en œuvre, la Sematra rentrerait au capital de la Société comme actionnaire minoritaire (i) à la même valeur que l'actionnaire majoritaire et (ii) que cette valeur est conforme à la valorisation que nous avons établie. Le test de l'investisseur privé en économie de marché¹³², qui nécessite qu'une autorité publique réalise un investissement dans les mêmes conditions qu'un investisseur privé l'aurait fait, semble donc naturellement rempli.

* * *

¹³² [AGO-04] Commissariat général à l'égalité des territoires, 'Note méthodologique : le critère de l'opérateur avisé en économie de marché', August 2017 <https://www.europe-en-france.gouv.fr/sites/default/files/Fiche_investisseur_avisé_en_économie_de_marché_VF.pdf>.

Annexe A. Sources

A.1 Ouvrages de référence

- [AGB-01] Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Le Fur, and Antonio Salvi, *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd edn (2009)
- [AGB-02] Doganis, Rigas, *Flying off course: Airline economics and marketing*, 4th edn (2010)
- [AGB-03] Damodaran, Aswath, *The dark side of valuation : valuing young, distressed, and complex businesses*, 2nd edn (2010)

A.2 Pièce relative à la procédure

- [AGC-02] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral et de Réunion Air Assistance', 17 August 2022
- [AGC-03] Deleflie SAS, 'Lettre d'offre de reprise d'Air Austral', 16 December 2022
- [AGD-01] Damodaran, Aswath, 'Country and Equity Risk Premiums', 5 January 2022
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>
- [AGD-02] Damodaran, Aswath, 'Total Beta (beta for completely undiversified investor)', 5 January 2022
<<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaEurope.xls>>

A.3 Pièces factuelles

- [AGF-01] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2022', 26 October 2022
- [AGF-02] Rothschild & co, 'Project Ultra Marine - Information Memorandum', 25 February 2022
- [AGF-03] Rothschild & co, 'Projet Ultra Marine - Eléments indicatifs de valorisation', 17 March 2022
- [AGF-04] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières', 15 September 2022
- [AGF-05] Deloitte, 'Projet Zéphyr - Projet de rapport des analyses des prévisions financières - Addendum', 3 November 2022
- [AGF-06] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 26 octobre 2021', 26 October 2021
- [AGF-07] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 17 juillet 2017', 17 July 2017
- [AGF-08] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 12 juillet 2018', 12 July 2018

- [AGF-09] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 11 juillet 2019', 11 July 2019
- [AGF-10] Air Austral, 'Rapport annuel - assemblée générale du 15 septembre 2020', 15 September 2020
- [AGF-11] Rothschild & co, 'Air Austral - Information Memorandum', 7 April 2021
- [AGF-12] Equerre Capital Partners, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'Intention', 18 March 2022
- [AGF-13] Tikehau Capital - Ace, 'Projet Ultra Marine - Lettre d'intérêt', 18 March 2022
- [AGF-14] COF III Strategies I LP (Pimco), 'Corsair and Air Austral Invesment - Letter of Interest', 18 March 2022
- [AGF-15] Air Austral, 'Trésorerie - synthèse journalière', 28 November 2022
- [AGF-16] Avitas, 'Extended Desktop Valuation Report prepared for Air Austral', 15 June 2022

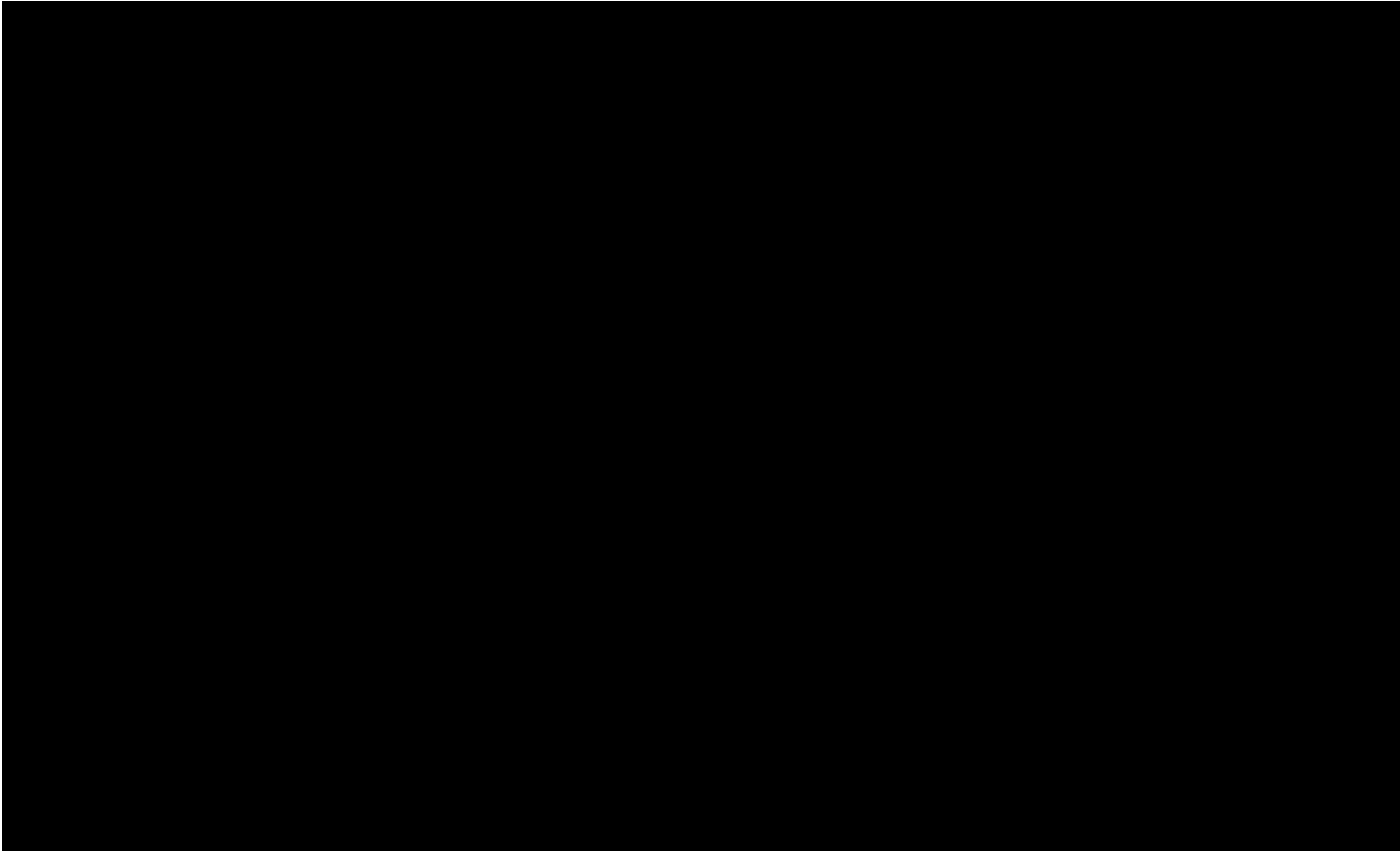
A.4 Publications scientifiques

- [AGL-01] Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 'Fire sales in finance and macroeconomics', *Journal of Economic Perspectives*, 25/1 (2011), 29–48
- [AGL-02] Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 'Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach', *Journal of Finance*, 47/4 (1992), 1343–66
- [AGL-03] Pulvino, Todd C., 'Do asset fire sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions', *Journal of Finance*, 53/3 (1998), 939–78
- [AGL-04] Amihud, Yakov, Allaudeen Hameed, Wenjin Kang, and Huiping Zhang, 'The illiquidity premium: International evidence', *Journal of Financial Economics*, 117/2 (2015), 350–68
- [AGL-05] Turner, Peter A., and Siew Hoon Lim, 'Hedging jet fuel price risk: The case of U.S. passenger airlines', *Journal of Air Transport Management*, 44–45 (2015), 54–64
- [AGL-06] Bourjade, Sylvain, Regis Huc, and Catherine Muller-Vibes, 'Leasing and profitability: Empirical evidence from the airline industry', *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 97 (2017), 30–46
- [AGL-07] Kerins, Frank, Janet Kiholm Smith, and Richard Smith, 'Opportunity cost of capital for venture capital investors and entrepreneurs', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39/2 (2004), 385–405
- [AGL-08] Mueller, Elisabeth, 'Returns to private equity - Idiosyncratic risk does matter!', *Review of Finance*, 15/3 (2010), 545–74
- [AGL-09] Harris, Robert S., and John J. Pringle, 'Risk-adjusted Discount Rates — Extensions From Average Risk Case', *Journal of Financial Research*, 8/3 (1985), 237
- [AGL-10] Fageda, Xavier, Pere Suau-Sanchez, and Keith J. Mason, 'The evolving low-

cost business model: Network implications of fare bundling and connecting flights in Europe', *Journal of Air Transport Management*, 42 (2015), 289–96

A.5 Pièces en ligne

- [AGO-01] Commission Européenne, 'Aide d'État SA.100758 (2021/N) – France – Aide au sauvetage d'Air Austral', 18 January 2022
<https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_SA_100758>
- [AGO-02] Chambre régionale des comptes - La Réunion, 'Rapport d'observations définitives et sa réponse - SAEML SEMATRA', 18 June 2019
<https://www.ccomptes.fr/system/files/2019-09/RER2019-284_0.pdf>
- [AGO-03] Hardin, Christophe, 'Air France, French Bee, Corsair... Air Austral va devoir affronter une concurrence féroce sur La Réunion', *AirMag*, 6 July 2021
<https://www.tourmag.com/Air-France-French-Bee-Corsair-Air-Austral-va-devoir-affronter-une-concurrence-feroce-sur-La-Reunion_a109065.html> [accessed 18 December 2022]
- [AGO-04] Commissariat général à l'égalité des territoires, 'Note méthodologique : le critère de l'opérateur avisé en économie de marché', August 2017
<https://www.europe-en-france.gouv.fr/sites/default/files/Fiche_investisseur_avisé_en_économie_de_marché_VF.pdf>

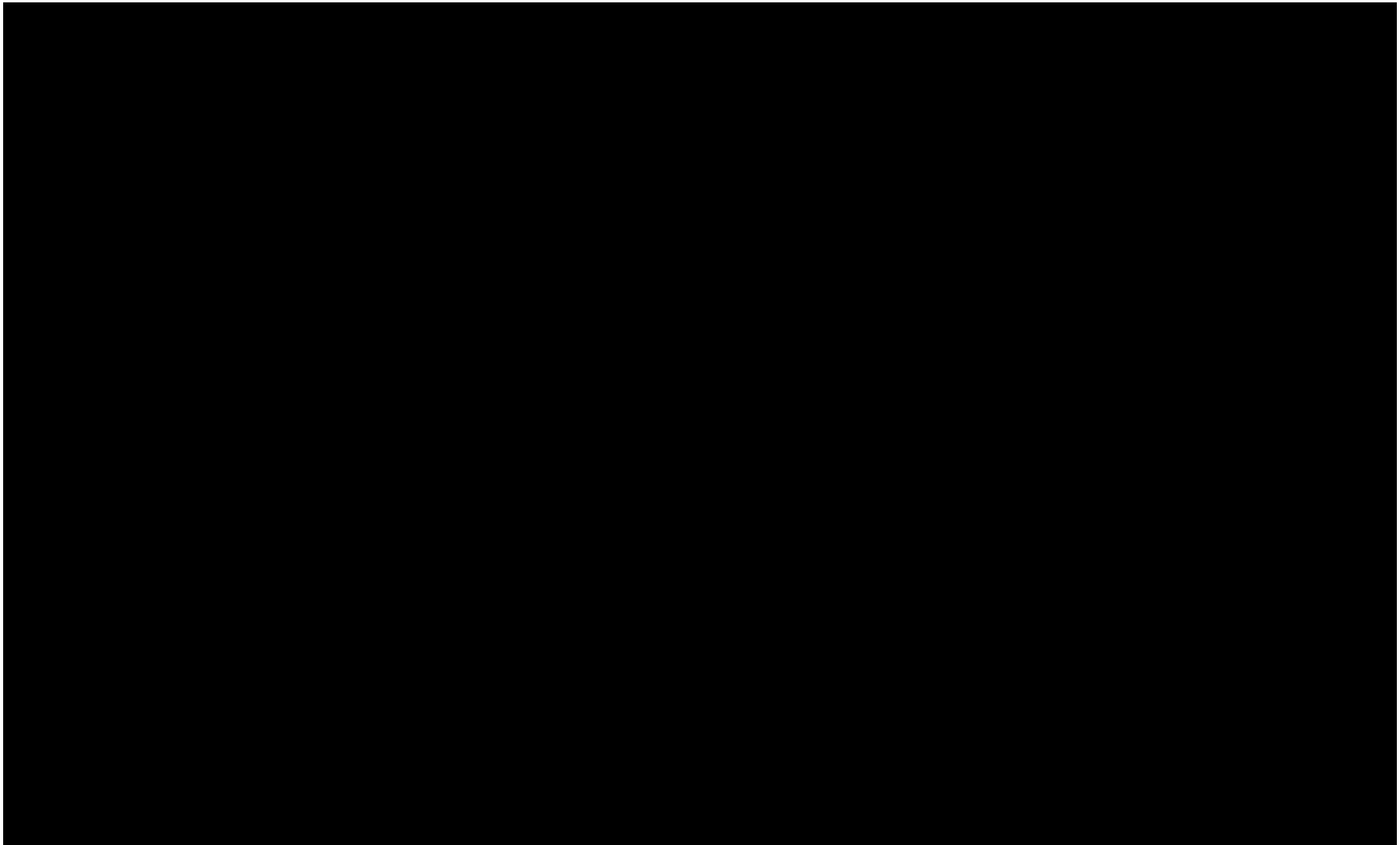


Envoyé en préfecture le 24/01/2023

Reçu en préfecture le 24/01/2023

Publié le 24/01/2023

ID : 974-239740012-20230124-DCP2023_0001-DE



Annexe C. Expérience de l'expert ayant préparé le présent rapport

Benoit d'Udekem, Vice-Président

Doctorat en sciences économiques et de gestion, Université libre de Bruxelles, Solvay Brussels School of Economics and Management (Belgique) ; M.B.A., INSEAD (France / Singapour) ; Ingénieur civil informaticien, Université catholique de Louvain (Belgique)

Benoit d'Udekem est spécialisé dans l'analyse de la causalité et des dommages dans les litiges financiers et économiques, en ce compris ceux qui résultent de violations des règles de concurrence, les délits de marché, les poursuites intentées par des actionnaires, les contentieux post-acquisition, les atteintes à la propriété intellectuelle et les échecs de projets informatiques. Il a collaboré avec de nombreux avocats, déposé des rapports d'expert et témoigné devant divers cours, tribunaux et commissions administratives en Allemagne, en Belgique, au Danemark, en France et aux Pays-Bas. M. d'Udekem a été impliqué dans de nombreux dossiers dans les secteurs financiers et du transport, en ce compris aérien, ferroviaire et routier. Il est l'auteur d'articles académiques sur la persistance des politiques de dividendes bancaires et sur l'influence des nationalisations sur les coûts de financement des banques. Entre 2010 et 2022, il a enseigné le cours de finance et de comptabilité des compagnies aériennes au sein du programme conjoint de l'IATA et de l'Université de Genève en gestion des compagnies aériennes. Avant de rejoindre Analysis Group, Benoit d'Udekem était un expert indépendant qui collaborait avec les avocats dans l'évaluation des dommages et conseillait des groupes bancaires, d'assurance, et d'investissement sur des questions quantitatives et stratégiques. Précédemment, il a également occupé des postes à responsabilité dans des sociétés dont Ageas (anciennement Fortis), où il a contribué à la restructuration du bilan après le démantèlement du groupe Fortis et négocié acquisitions et cessions d'actifs et de passifs significatifs.

LETTRE ACCORD

Entre :

Conseil Régional de la Réunion

Hôtel de la Région, avenue René Cassin, Moufia
97801 Saint-Denis de la Réunion
(la « **Région** »)

Et :

SEMATRA

à l'attention de la Présidente

Hôtel de la Région, avenue René Cassin, Moufia
97801 Saint-Denis de la Réunion

Saint-Denis de La Réunion,
le [27] janvier 2023

Par courrier remis en main propre

Réf. : SEMATRA – Exigibilité anticipée des créances de la Région

1. La présente lettre-accord intervient dans le cadre des opérations devant intervenir sur le capital de la SEMATRA et de sa filiale Air Austral, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé Gillot Aérogare – 97438 Sainte-Marie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Saint-Denis de la Réunion sous le numéro 323 650 945.

2. Il est préalablement rappelé ce qui suit :

- la Région détient à l'encontre de la SEMATRA les créances suivantes :
 - (i) une créance obligataire au titre des dix (10) obligations simples 2 d'un million (1 000 000) euros de valeur nominale chacune (les « **OS 2** »), émises aux termes d'un contrat d'émission en date du 6 juillet 2020 par la SEMATRA et souscrites à cette date par la Région ;
 - (ii) une créance obligataire au titre des vingt-cinq (25) obligations simples d'un million (1 000 000) euros de valeur nominale chacune (les « **OS Région 2021** »), émises aux termes d'un contrat d'émission en date du 26 avril 2021 par la SEMATRA et souscrites à cette date par la Région ;
 - (iii) diverses créances en compte courant d'associé (les « **Créances en CCA Région** ») dont les termes et conditions sont organisés aux termes de conventions en date des 22 novembre 2016 (montant principal initial de 25 000 000 euros), 28 novembre 2017 (montant principal initial de 13 000 000 euros), et du 17 mars 2021 (montant principal initial de 15 000 000 euros) ; et
 - (iv) deux créances relatives aux frais de suivi administratif et de gestion de la SEMATRA au titre (a) d'une convention DGS/20150413 en date du 14 avril 2015 (montant initial de 72 000 euros) et (b) d'une convention DGS/20150413 en date du 28 septembre 2021 (montant initial de 44 000 euros) ;

(ensemble, en principal et intérêts, les « **Créances Initiales Région** ») ;

- jusqu'au 21 décembre 2022, la CDC détenait à l'encontre de la SEMATRA les créances suivantes :
 - (i) une créance obligataire au titre des vingt (20) obligations simples 1 d'un million (1 000 000) euros de valeur nominale chacune (les « **OS 1** ») émises aux termes d'un contrat d'émission en date du 6 juillet 2020 par la SEMATRA, souscrites à cette date par la CDC. La Région a garanti le remboursement par la SEMATRA de cette créance obligataire aux termes d'une garantie autonome à première demande consentie à la CDC le 6 juillet 2020 (la « **GAPD Région** ») ;
 - (ii) deux créances en compte courant d'associé (les « **Créances en CCA CDC** ») dont les termes et conditions sont organisés aux termes de conventions en date des 8 octobre 2013 (montant principal initial de 500 000 euros) et 22 août 2017 (montant principal initial de 10 000 000 euros) ;
 - (iii) deux créances au titre de conventions de prêt d'aide au sauvetage en date des 24 février 2022 (montant principal initial de 4 000 000 euros) et 25 mars 2022 (montant principal initial de 6 000 000 euros) ;
 (ensemble, en principal et intérêts, les « **Créances CDC** ») ;
- par avenant au contrat d'émission des OS 1 en date du 21 décembre 2022, la SEMATRA et la CDC sont convenues de modifier la date d'échéance des OS 1 de sorte que ces dernières sont devenues exigibles au 21 décembre 2022 ;
- aux termes d'un protocole d'accord en date du 21 décembre 2022, la Région a procédé au rachat auprès de la CDC de la totalité des Créances CDC ;
- par acte en date du 21 décembre 2022, la GAPD Région a été appelée par la CDC à hauteur d'un montant de 15 320 000 euros et le montant des OS 1 a été réduit à due concurrence (soit à hauteur d'un montant de 766 000 par OS 1, affecté prioritairement sur les intérêts courus au titre de chaque OS 1).

La Région a, en application des accords entrepris, réglé la somme de 15 320 000 euros au titre de la GAPD et, conformément notamment à l'article 5.2 de l'acte du 21 décembre 2022 visé ci-dessus, dispose en conséquence d'un recours personnel et subrogatoire à l'encontre de la SEMATRA pour ce montant en principal (la « **Créance GAPD** ») ;

les Créances Initiales Région, les Créances CDC et la Créance GAPD sont ci-après désignées ensemble les « **Créances** ».

Les signataires des présentes confirment expressément suffisamment connaître l'ensemble des termes et conditions des Créances et des actes et accords visés ci-dessus sans qu'il soit besoin de les rappeler aux présentes.

3. A la suite de ce qui précède, la Région détient ainsi à l'encontre de la SEMATRA la totalité des Créances dont le montant total, en principal et intérêts, à la date du 31 décembre 2022 figure dans le tableau joint en **Annexe 1** aux présentes.

4. Dans le cadre d'une opération globale de restructuration d'Air Austral (la « **Société** »), il est prévu de réaliser certaines opérations sur le capital de la SEMATRA. En particulier, l'assemblée générale extraordinaire de la SEMATRA en date du 16 décembre 2022 a notamment décidé la réalisation sous certaines conditions (a) d'une augmentation de capital social d'un montant nominal total de 121 873 548 euros par la création et l'émission au pair de 10 156 129 actions nouvelles de 12 euros de valeur nominale chacune (l'« **Augmentation de Capital n°1** »), (b) une réduction de capital social motivée par des pertes d'un montant nominal total de 186 198 816 euros par annulation de 15 516 568 actions composant le capital social et (c) une augmentation de capital en numéraire d'un montant nominal total de 24 999 984 euros par l'émission au pair de 2 083 332 actions nouvelles de 12 euros de valeur nominale chacune.

5. Il a en outre été convenu que la Région participe notamment à l'Augmentation de Capital n°1 à hauteur d'un montant total de 121 843 380 euros dont 78 533 484 euros au titre des Créances Initiales Région et 43 309 896 euros au titre des Créances CDC et de la Créance GAPD (le « **Montant de la Souscription** ») par souscription respectivement de 6 544 457 et de 3 609 158 actions nouvelles et que, afin d'assainir le bilan de la SEMATRA, il était dans son intérêt que cette souscription intervienne par compensation à due concurrence avec les Créances que la Région détient désormais sur la SEMATRA conformément à ce qui est rappelé ci-dessus (étant rappelé en outre que la Région participera par ailleurs à la seconde augmentation de capital visée ci-dessus par nouvel apport en numéraire).

A cette fin, la Région et la SEMATRA sont convenues que l'ensemble des Créances soient entièrement certaines, liquides et exigibles à la date de souscription par la Région à l'Augmentation de Capital n°1 – prévue pour le 27 janvier 2023 –, à hauteur du Montant de la Souscription, pour permettre leur capitalisation dans ce cadre.

6. En conséquence, la Région et la SEMATRA conviennent expressément que, nonobstant leurs termes et conditions tels que prévus aux termes des accords visés ci-dessus :

- l'ensemble des Créances seront exigibles à hauteur du Montant de la Souscription, à la date de souscription par la Région à l'Augmentation de Capital n°1,
- la Région pourra ainsi valablement souscrire, par compensation avec les Créances, 10 153 615 actions nouvelles de la SEMATRA de 12 euros de valeur nominale chacune à émettre dans ce cadre et en libérer intégralement le prix de souscription par compensation avec les Créances, qui seront alors certaines, liquides et exigibles.

Les signataires confirment en tant que de besoin que les présentes valent avenant aux accords, actes et contrats visés ci-avant et notamment aux contrats d'émission des OS 1, OS 2 et OS Région 2021.

7. A la date des présentes, il est prévu que la Région souscrive à l'Augmentation de Capital n°1 le 27 janvier 2023. Dans l'hypothèse où cette date serait reportée, la date d'exigibilité des Créances le sera également afin que les Créances soient toujours exigibles à la date de souscription par la Région à l'Augmentation de Capital n°1.

8. La quote-part des Créances éventuellement non compensées dans le cadre de l'Augmentation de Capital n°1 demeurera due par la SEMATRA à la Région et, sauf accord exprès contraire, restera soumise aux termes et conditions des Créances tels que prévus aux termes des accords ci-dessus.

En outre dans l'hypothèse où la Région ne souscrirait pas à l'Augmentation de Capital n°1 au plus tard le 30 juin 2023, les présentes seront automatiquement et de plein droit caduques et sans effet et l'ensemble des Créances demeureront régies par les termes et conditions des accords visés ci-dessus.

La présente lettre est régie par le droit français et tout différend y afférent sera de la compétence exclusive du Tribunal mixte de commerce de Saint-Denis de La Réunion.

La Région

représentée par la Présidente

La SEMATRA

représentée par la Présidente Directrice Générale

Annexe 1

Tableau récapitulatif des Créances

	Objet	date signature	date échéance	Montants	Intérêts au 31/12/2022	TOTAL
CREANCES DETENUES PAR LA REGION						
OBLIGATIONS Région	Contrat d'émission d'obligations simples 2 (REGION)	06/07/2020	06/07/2027	10 000 000	768 100,90	10 768 100,90
	Contrat d'émission d'obligations simples (OS Région 2021)	26/04/2021	26/04/2028	25 000 000	1 222 947,91	26 222 947,91
	Convention de prêt d'actionnaire en CCA Région-SEMATRA (15 M€)	17/03/2021	26/04/2021	-	45 324,66	45 324,66
CREANCES en CCA Région	Convention Région n° 2016-1241 relative avance en CCA à la SEMATRA	22/11/2016	date rbst des sommes	25 000 000	2 423 280,98	27 423 280,98
	Convention d'avance en CCA Conseil Régional - SEMATRA	28/11/2017	date rbst des sommes	13 000 000	957 839,22	13 957 839,22
AUTRES CREANCES Région	Conv. DGS/20150413 relative aux frais de suivi adm. et de gestion de la SEMATRA	14/04/2015	31/03/2015 reconductible	72 000	-	116 000,00
	Conv. DGS/20150413 relative aux frais de suivi adm. et de gestion de la SEMATRA	28/09/2021	31/03/2024 renouvelable	44 000	-	
Total Créances Région :				73 116 000	5 417 493,67	78 533 493,67
CREANCES DETENUES PAR LA CDC ET CEDEES A LA REGION LE 21/12/2022						
OBLIGATIONS CDC	Contrat d'émission d'obligations simples 2	06/07/2020	21/12/2022	20 000 000	1 536 214,97	21 536 214,97
	Contrat d'émission d'obligations simples 2	21/12/2022	exigible	4 680 000		
	Créance de recours subrogatoire Région	21/12/2022	exigible	15 320 000		
CREANCES en CCA de la CDC	Convention de crédit "Aide au Sauvetage" CDC-SEMATRA	24/02/2022	28/07/2022	4 000 000	317 761,94	10 317 761,94
	Convention de crédit "Aide au Sauvetage" CDC-SEMATRA	25/03/2022	28/07/2022	6 000 000		
	Convention d'avance en CCA CDC - SEMATRA + avenants 1-2-3	22/08/2017	31/10/2017	10 000 000	798 872,34	10 798 872,34
	Convention d'avance en CCA Conseil CDC - SEMATRA pour projet EWA	08/10/2013	6 ans	500 000	157 049,22	657 049,22
Total Créances cédées par la CDC à la Région :				40 500 000	2 809 898,47	43 309 898,47

	Montants	Intérêts au 31/12/2022	Montants	Arrondis inf.	Total créances à capitaliser
Total Créances Région :	73 116 000	5 417 493,67	78 533 493,67	6 544 457	78 533 484
Total Créances CDC cédées à la Région	40 500 000	2 809 898,47	43 309 898,47	3 609 158	43 309 896
Total créances :	113 616 000	8 227 392,14	121 843 392,14	10 153 615	121 843 380

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2023 - A.C. – 02 du 19 janvier 2023

**relatif au transfert au secteur privé par la SAEML SEMATRA
de la société Air Austral et à l'évaluation de la société Air Austral**

La Commission,

Vu la lettre reçue le 19 décembre 2022 par laquelle la région de La Réunion a saisi la Commission en application :

- de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société Air Austral ;
- du 8 bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Air Austral ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu la délibération DAP2022_0022 du 28 juin 2022 de l'assemblée plénière du conseil régional de La Réunion ;

Vu la délibération DCP2022_0916 du 15 décembre 2022 de la Commission permanente du conseil régional de La Réunion ;

Vu la lettre d'offre de reprise d'Air Austral en date du 16 décembre 2022 ;

Vu le rapport en date du 15 septembre 2022 établi par Deloitte portant sur les analyses des prévisions financières d'Air Austral ;

Vu le rapport d'évaluation de la valeur d'Air Austral SA et du caractère avisé de sa privatisation et d'une nouvelle prise de participation par son actionnaire public historique SEMATRA en date du 19 décembre 2022 établi par Analysis Group ainsi que les notes complémentaires des 6 et 15 janvier 2023 ;

Vu le protocole de conciliation du 23 décembre 2022 entre Air Austral, SEMATRA, les banques créancières, l'Etat, Run Air et la SAS Deleflie ;

Vu le projet de pacte d'actionnaires de la société Air Austral reçu le 16 janvier 2023 ;

Vu la décision C(2023) 198 final du 5 janvier 2023 de la Commission européenne ayant pour objet « *Aide d'Etat -France- SA. 10744 (2022/N) COVID-19 Compensation de dommages pour Air Austral et SA.104412 (2022/N) Aide à la restructuration d'Air Austral* » ;

Vu la décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société SEMATRA et le groupe Deleflie ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 16 janvier 2023,

- le conseil régional de La Réunion représenté par M. Normane Omarjee, troisième vice-président, délégué au désenclavement aérien, maritime et numérique, Mme Claudine Dupuis, directrice générale des services de la région et M. Didier Aubry, directeur général adjoint, assisté par Maître Emmanuel Glaser et Maître Sandrine Perrotet (cabinet Fréget-Glaser) ainsi que par Maître Géraud Saint Guilhem (cabinet Veil Jourde) ;
- Air Austral représenté par M. Joseph Brema, président-directeur général assisté par Maître Julien Bensaid (cabinet White & Case) ;

le 16 janvier 2023, le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) représenté par M. Pierre-Olivier Chotard, secrétaire général, M. Julien Bracq et M. Vincent Doumergue, rapporteurs ;

le 17 janvier 2023, Analysis Group représenté par M. Benoit d'Udekem, vice-président ;

le 17 janvier 2023, la société Deleflie SAS représentée par M. Jean-Claude Pradines, directeur général assisté par Maître Basile Ippolito (Thorium conseil).

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre reçue le 19 décembre 2022, le conseil régional de La Réunion et la SEMATRA ont saisi la Commission dans le cadre du plan de restructuration de la société Air Austral.

SEMATRA, détenu à hauteur de 73,5% par la région de La Réunion¹, détient 99% du capital d'Air Austral.

Le plan de restructuration d'Air Austral prévoit notamment l'entrée d'un nouvel actionnaire majoritaire (55,18%) et la souscription par SEMATRA à une augmentation de

¹Le reste du capital est détenu par le département de La Réunion (11,42%), la Caisse des Dépôts et Consignations (13,59%) et d'autres investisseurs minoritaires (1,5%).

capital d'Air Austral. SEMATRA conserverait ainsi une part minoritaire (44,8%) du capital d'Air Austral².

Cette restructuration, compte tenu de ses modalités, constituerait à la fois une privatisation, entrant dans le champ de l'article 181 de la loi du 6 août 2015, et une opération de prise de participation relevant du 8 bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales (CGCT). Elle nécessite donc, à un double titre, l'avis de la Commission.

L'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée dispose que toute cession, par une collectivité territoriale, d'une participation majoritaire dans une société réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 75 M€ ou employant plus de 500 personnes doit faire l'objet d'un avis conforme de la Commission.

L'article R. 4211-7 du CGCT indique par ailleurs que, préalablement à sa délibération relative à l'acquisition de parts dans le capital d'une société commerciale, le conseil régional doit notamment saisir « *pour avis la Commission des participations et des transferts prévue à l'article 25 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique si l'une des conditions suivantes est réunie : 1° La société dans laquelle la prise de participation est envisagée réalise un chiffre d'affaires supérieur à soixante-quinze millions d'euros ou emploie plus de cinq cents personnes, appréciés sur une base consolidée ; 2° La participation envisagée est égale ou supérieure à trois millions d'euros. Le rapport mentionné à l'article R. 4211-6 est transmis à la Commission des participations et des transferts* ».

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, la Commission émet un avis sur :

- la valeur de la société ;
- les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

L'acquisition de nouvelles parts au capital d'Air Austral est soumise aux dispositions de l'article R. 4211-7 du CGCT susvisé qui précise notamment que « *...La Commission des participations et des transferts dispose d'un délai de deux mois, à compter de la date d'accusé de réception de la saisine, pour se prononcer sur la valeur de la société. Son avis est réputé donné s'il n'a pas été émis avant l'expiration de ce délai. Il est transmis au président du conseil régional. Cet avis est annexé à la délibération visée à l'article R. 4211-6.* »

Par ailleurs, l'opération est également soumise à l'approbation de la Commission européenne au titre du contrôle des aides d'Etat et de l'Autorité française de la concurrence au titre du contrôle des concentrations.

Selon le communiqué de la Commission européenne du 5 janvier 2023, celle-ci « *...a autorisé en vertu des règles de l'UE en matière d'aides d'Etat, le projet de la France d'octroyer (i) une aide à la restructuration d'un montant de 119,3 millions d'euros pour permettre le retour à la viabilité de la compagnie aérienne Air Austral ; et (ii) une aide d'un montant de 17,5*

² 0.02% du capital est détenu par des actionnaires minoritaires.

millions d'euros pour indemniser cette compagnie des dommages subis suite à la pandémie du coronavirus entre le 17 mars et le 30 juin 2020. ».

La Commission européenne³ indique également que « *le plan permet de garantir la viabilité sur le long terme de la compagnie, en évitant ainsi sa liquidation qui serait particulièrement dommageable pour la région ultrapériphérique et assistée qu'est La Réunion.* »

La Commission européenne précise enfin qu'elle a « *notamment tenu compte de mesures visant à limiter les distorsions de concurrence, à savoir : (i) la limitation du nombre des sièges offerts par Air Austral ; (ii) une limitation du nombre des lignes aériennes exploitées par la compagnie ; (iii) l'interdiction de prises de participations dans d'autres entreprises ; et (iv) l'ouverture des accords commerciaux aux compagnies aériennes qui en feraient la demande. Ces mesures seront en place pendant toute la durée du plan de restructuration, c'est-à-dire de janvier 2022 à mars 2025.* »

En France, l'Autorité de la concurrence, qui a rendu sa décision le 12 janvier 2023⁴, a considéré que l'opération n'était pas de nature à porter atteinte à la concurrence sur les marchés concernés.

II- Air Austral est la seule compagnie aérienne basée à La Réunion. Elle est la société faîtière du groupe Air Austral.

Le groupe est spécialisé dans le transport aérien régulier de passagers et de fret. Il exploite, depuis 1990, date de sa création, des liaisons aériennes avec huit pays de la zone sud-ouest de l'Océan Indien et trois pays situés en Asie (Inde, Thaïlande et Chine). Le groupe Air Austral exploite également une activité long courrier de et vers la métropole, au départ de La Réunion depuis 2003, et au départ de Mayotte depuis 2016.

Le groupe, qui exploite une flotte largement renouvelée depuis fin 2016, a transporté sur l'exercice 2019/2020⁵ environ 1,2 million de passagers et 15 000 tonnes de fret. Il disposait alors d'un peu plus de 1 200 collaborateurs et générait, avant la pandémie de Covid-19, un chiffre d'affaires annuel d'environ 400 M€.

Les confinements, restrictions de voyages et fermetures de frontières consécutifs à la pandémie de COVID-19 ont sévèrement dégradé la situation financière, déjà fragile, d'Air Austral.

Les activités de transport de passagers et, dans une moindre mesure, de fret d'Air Austral ont subi une chute considérable et brutale de la demande, et par conséquent des revenus de la société. Il en est résulté des pertes significatives et des fonds propres négatifs à la fin des exercices 2020-2021 et 2021-2022.

Pour faire face à cette situation, en mai 2020 Air Austral a initié une première procédure de conciliation et a sollicité le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI). Cet examen a conduit à un premier refinancement pour un montant total de 120 M€, principalement

³ Décision C(2023) 198 final du 5 janvier 2023

⁴ Décision n° 23-DCC-09 du 12 janvier 2023 relative à la prise de contrôle conjoint de la société Air Austral par la société SEMATRA et le groupe Deleflie

⁵ L'exercice comptable annuel d'Air Austral se termine au 31 mars.

via des prêts garantis par l'Etat (PGE), mais aussi via une avance de compte courant de SEMATRA, structurée comme de la dette subordonnée.

Par la suite, à l'été 2021, alors que l'économie était confrontée à une recrudescence de la pandémie, Air Austral a obtenu, dans le contexte d'un premier mandat ad hoc, un second refinancement pour un montant total de 55 M€ : 25 M€ par SEMATRA, 20 M€ via un prêt consenti par l'Etat via le Fonds de développement économique et social (FDES) et 10 M€ via des subventions de l'Etat en faveur des entreprises particulièrement affectées par la crise sanitaire.

En parallèle, pour préserver sa trésorerie redevenue précaire à l'automne 2021, Air Austral a initié des négociations avec ses créanciers et obtenu une suspension, sous conditions, de l'exigibilité du remboursement de certains prêts, tout en travaillant sur différents scénarios de restructuration.

Air Austral a ensuite poursuivi ces négociations dans le contexte d'une deuxième procédure de conciliation, engagée en janvier 2022, avec pour objectif de préserver sa trésorerie « *dans l'attente de recevoir des offres d'investisseurs et de restructurer la dette globale de la société* ». Air Austral a obtenu, d'une part, une aide au sauvetage d'un total de 20 M€, qui a été approuvée le 18 janvier 2022 par la Commission européenne au titre du contrôle des aides d'Etat, d'autre part, une suspension des échéances bancaires jusqu'au 27 septembre 2022.

Dans le contexte d'un second mandat ad hoc, Air Austral a poursuivi des négociations avec ses créanciers et obtenu de l'Etat une aide « fermeture » et « post-fermeture » pour un montant de 19 M€, en compensation de la fermeture forcée de certaines lignes aériennes pendant l'exercice 2021-2022.

III.- Pour assurer son redressement financier, Air Austral a envisagé un renforcement de ses fonds propres via une privatisation, c'est-à-dire le transfert d'une majorité de son capital à des investisseurs privés. Air Austral a mandaté une banque conseil pour l'assister dans ce processus de privatisation.

Un mandat initial a été confié à la banque Rothschild en janvier 2021 pour trouver un investisseur tiers en vue d'une éventuelle augmentation de capital visant à renforcer le bilan de la société, accompagnée d'une renégociation de sa dette existante. La banque Rothschild a approché durant l'année 2021 plus de 40 investisseurs financiers et stratégiques parmi lesquels des acteurs locaux tel Deleflie SAS.

Aucun des investisseurs contactés n'a donné suite du fait notamment des incertitudes liées à la crise sanitaire, du niveau d'endettement de la société et de l'état de la concurrence dans le secteur aérien.

Des avenants au mandat ont ultérieurement été signés avec la banque Rothschild notamment pour envisager un rapprochement entre Air Austral et la compagnie aérienne française Corsair.

De nombreux investisseurs (69) ont alors été contactés ou recontactés dans le cadre de ce second processus (dont des investisseurs régionaux, y compris Deleflie SAS). Des investisseurs ont alors marqué un intérêt pour une transaction impliquant un rapprochement

d’Air Austral avec Corsair, mais les échanges avec ces investisseurs n’ont finalement pas abouti.

En août 2022, un groupe d’investisseurs réunionnais (Run Air), mené par la société Deleflie SAS, a fait une offre ferme pour entrer au capital d’Air Austral en tant qu’actionnaire majoritaire, aux côtés de SEMATRA et d’autres actionnaires minoritaires.

Une version actualisée de l’offre ferme, datée du 16 décembre 2022, intégrant principalement une nouvelle version du plan d’affaires et de la clause de retour à meilleure fortune, qui bénéficie notamment à SEMATRA, a été transmise au conseil régional de La Réunion.

IV.- Run Air est une société en création dont le siège social sera à La Réunion. Elle sera constituée de 27 investisseurs réunionnais avec comme principal actionnaire (59%) la SAS Deleflie. Elle détiendra la participation de 55,18% dans Air Austral.

Deleflie est une holding détenant principalement 99% du capital de la SA Clinifutur, exerçant des activités dans le domaine de la santé privée. Le groupe de santé Clinifutur dispose notamment d’une expérience de plus de 30 ans dans la santé à la Réunion et à Mayotte. Il se place parmi les 10 premiers groupes d’hospitalisation privés français. Le groupe, qui dispose de plus de 2000 salariés, représente notamment 80% des capacités d’accueil des activités de médecine-chirurgie-obstétrique du secteur privé hospitalier de l’île de la Réunion.

V.- L’offre ferme du 16 décembre 2022 prévoit un apport total de fonds de 55 M€, correspondant aux besoins de trésorerie estimés d’Air Austral, répartis entre Run Air et SEMATRA : 30 M€ pour Run Air, dont 17 M€ en capital, correspondant à une participation de 55,18%, et 13 M€ en compte courant. 25 M€ pour SEMATRA, dont 13 M€ en capital, correspondant à une participation de 44,8%, et 12 M€ en compte courant.

La transaction est subordonnée à une restructuration préalable du passif d’Air Austral réalisée dans le contexte d’une nouvelle procédure de conciliation et qui porte sur les points suivants :

- capitalisation des comptes-courants de SEMATRA et réduction de capital d’Air Austral ;
- abandon de 80% à 90% des prêts (hors ceux finançant l’acquisition d’avions) et remboursement linéaire du solde de ces prêts sur 4 ans à partir de septembre 2024 ou décembre 2026 ;
- abandon d’une partie du passif fiscal et social, remboursement linéaire du solde sur 4 ans et remboursement du passif public constitué entre avril et juin 2022 lors de l’exécution de la transaction ;
- clause de retour à meilleure fortune au bénéfice des créanciers d’Air Austral, leur permettant de percevoir les flux de trésorerie considérés comme excédentaires entre 2025 et 2034.

VI.- La Commission a disposé du « rapport d'évaluation de la valeur d'Air Austral SA et du caractère avisé de sa privatisation et d'une nouvelle prise de participation par son actionnaire public historique SEMATRA SAEML » établi par Analysis Group pour le conseil régional de La Réunion.

L'article R. 4211-8 du code général des collectivités territoriales requiert en effet que lors de la cession par une région d'une participation dans une société commerciale, le conseil régional dispose d'un rapport établi par un expert indépendant. *« Ce rapport comporte notamment :*

1° Une analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'évolution ;

2° Une évaluation de la valeur réelle de la société selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés. »

Par ailleurs, en cas de prise de participation (article R. 4211-6 du CGCT), *« le rapport de l'expert indépendant comporte notamment :*

1° Une analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'évolution ;

2° Une évaluation de la valeur réelle de la société selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés ;

3° Une appréciation du caractère avisé de l'investissement ;

4° Une analyse technique de la qualification juridique de la participation au capital envisagée au regard des conditions fixées au paragraphe 1 de l'article 107 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. »

Le rapport d'Analysis Group expose d'abord que, sans perspective de reprise, Air Austral se retrouverait inévitablement en cessation de paiement et, sans injection de capital, dans un scénario de liquidation⁶.

L'expert procède ensuite à une valorisation d'Air Austral avec la mise en œuvre du plan de restructuration exposé au V supra.

L'expert adopte la méthode d'actualisation des flux de trésorerie pour valoriser Air Austral.

⁶ *« Dans un tel scénario, la SEMATRA ne recouvrerait aucune valeur sur son investissement. En effet, la SEMATRA est à la fois le créancier le plus subordonné de la Société et son actionnaire principal, et la liquidation des actifs d'Air Austral ne permettrait pas de rembourser complètement les créanciers qui sont seniors à la SEMATRA.*

Si la transaction est mise en œuvre, la SEMATRA ne recouvrera pas non plus initialement de valeur sur l'investissement qu'elle a réalisé jusqu'ici. Néanmoins, la SEMATRA pourra rester en tant qu'actionnaire minoritaire au capital d'Air Austral, qui maintiendra une activité opérationnelle au-delà de 2022, et sera bénéficiaire d'une clause de retour à meilleure fortune. »

L'expert utilise également, mais à titre subsidiaire seulement, la méthode des comparables boursiers. En effet, il souligne que le contexte spécifique à Air Austral rend l'application de cette méthode alternative malaisée et que les actions d'Air Austral n'étant pas cotées, leur comparabilité avec des sociétés cotées présente des limites.

Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie futurs d'Air Austral sont basés sur le plan d'affaires annexé à l'offre ferme révisée de Run Air susvisée.

Ce plan d'affaires, établi par Deloitte et validé par les dirigeants d'Air Austral, couvre la période 2023-2029. Il prévoit :

- une croissance progressive du chiffre d'affaires associée à une augmentation de la capacité de transport mise sur le marché par Air Austral ainsi qu'à un taux de remplissage et à un prix des billets en légère hausse vers la fin de l'horizon du plan ;
- un retour progressif des coûts d'approvisionnement en kérosène à un niveau stable, mais plus élevé que pré-pandémie ;
- un retour progressif des autres coûts à leur niveau de pré-pandémie ;
- une marge bénéficiaire avant intérêts, impôts, amortissements et dépréciations et loyers (*EBITDAR*⁷), légèrement inférieure à celle observée sur la période 2017-2019 ;
- des loyers d'avions inférieurs à la période pré-pandémie, à la suite de leur renégociation pendant la crise sanitaire ;
- au total, une marge nette légèrement supérieure à celle observée sur la période 2017-2019.

Pour évaluer la valeur terminale d'Air Austral au-delà de l'horizon du plan d'affaires, l'expert retient comme hypothèse que le taux de croissance des flux à perpétuité est nul.

L'expert quant à lui souligne que la marge nette est significativement plus élevée par rapport à celle que la société a réalisée avant la crise sanitaire. L'expert considère que le plan d'affaires est empreint d'un certain optimisme eu égard (i) à la rentabilité moyenne du secteur, (ii) à l'environnement devenu plus concurrentiel pour Air Austral et (iii) à la combinaison d'une augmentation du taux d'occupation et du maintien de prix de billets élevés qui semble agressive, en particulier sur les lignes vers la Métropole où la concurrence est la plus marquée.

L'expert valorise donc également Air Austral en utilisant les scénarios alternatifs proposés par Deloitte dans le contexte du dossier d'aide d'Etat soumis à la Commission européenne. Ces scénarios prévoient des fermetures de lignes aériennes ou une rentabilité plus proche de l'historique récent de la société.

Au final, l'expert retient un scénario de référence pour la valorisation avec un taux d'occupation réduit de 2 points, menant à une marge opérationnelle plus proche de celle d'Air

⁷ *Earnings before interest, taxes, depreciation, amortisation and restructuring or rent costs.*

Austral avant la crise sanitaire, mais lui attribuant un certain crédit du fait de la renégociation du loyer des avions.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC), déterminé sur la base des méthodes usuelles, s'élève selon l'expert à 16,6%. Il intègre une prime d'illiquidité, pour tenir compte du fait que les actions d'Air Austral ne sont pas cotées en bourse et ne peuvent pas être traitées sur les marchés financiers. La prime d'illiquidité retenue est celle qui est observée entre les actions les plus liquides et les moins liquides sur les marchés développés, en ce compris le marché français.

Le CMPC intègre également une prime de risque des fonds propres qui résulte de la part élevée de l'investissement dans Air Austral des actionnaires de Run Air par rapport à leur patrimoine global (notion d'actionnaire sous-diversifié).

Valorisation par la méthode des comparables boursiers

L'expert utilise à titre subsidiaire la méthode des comparables boursiers. Le multiple retenu est le ratio entre la valeur des fonds propres d'une compagnie aérienne (capitalisation boursière pour celles qui sont cotées en bourse) et les bénéfices nets prévisionnels (ratio P/E).

L'expert compare les multiples P/E d'Air Austral pour la période 2024-2029 avec les multiples P/E prévisionnels d'autres compagnies aériennes :

- actives sur des lignes aériennes comparables à celles qu'opère Air Austral et sur un axe géographique similaire ;
- qui n'ont pas adopté un modèle « *low-cost carrier* », qui les rendraient incomparables d'un point de vue opérationnel et financier ;
- qui sont cotées en bourse ;
- dont la rentabilité future est estimée par des analystes financiers.

Il en résulte que sur la période 2025-2027 (après mise en œuvre de restructurations opérationnelles), le P/E d'Air Austral est généralement dans la fourchette basse des P/E des compagnies aériennes comparables sur la période 2023-2025 (pour lesquelles des bénéfices sont estimés par les analystes financiers).

Conclusion tirée par l'expert

Au final, l'expert évalue la valeur d'entreprise d'Air Austral dans une fourchette comprise entre 53 et 61 M€. Il en déduit que la valorisation de la société à 55 M€ dans le contexte de la transaction (fonds propres et avances en compte courant) est raisonnable en tenant compte :

- du plan d'affaires de Run Air ;
- d'hypothèses raisonnables de taux d'occupation, de maintien du prix des billets et d'une potentielle suppression des lignes aériennes opérées à perte et/ou d'un avion moyen-courrier ;

- d'un coût du capital des investisseurs reflétant la structure de capital « naturelle » de la société et le caractère illiquide et non-diversifié de l'investissement ;
- de l'apurement des dettes résiduelles de la société et de la clause de retour à meilleure fortune.

L'expert conclut « *qu'à la fois l'injection de capital par la SEMATRA et la privatisation d'Air Austral via une prise de participation majoritaire par Run Air, prévues au sein de la transaction : (i) se font à des valeurs conformes à celles de la société, sous des hypothèses de valorisation raisonnable et (ii) ont un caractère avisé.* »

VII.- En application de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée et de l'article R. 4211-7 du CGCT, la Commission doit délivrer un avis sur la valeur d'Air Austral.

La Commission relève que la perte de la majorité des droits de vote dans Air Austral sera réalisée à l'occasion de l'augmentation de capital qui suivra immédiatement une réduction de capital dont l'objet est d'apurer les pertes antérieures. La perte de la majorité des droits de vote de SEMATRA ne résulte donc pas d'une cession mais de l'augmentation de capital qui conduira la région de La Réunion à détenir, via SEMATRA, 26,88% du capital d'Air Austral (60% x 44,8%) versus 72,77% auparavant (73,5% x 99%) ; un nouvel actionnaire, Run Air, devenant l'actionnaire majoritaire d'Air Austral.

Ce faisant, la région se conforme aux dispositions de l'article R4211-5 du CGCT qui dispose que :

« *la prise de participation décidée par le conseil régional ne peut avoir pour effet :*

– *ni de faire porter la part détenue par une ou plusieurs régions dans le capital d'une société commerciale à plus de 33 % ;*

– *ni de faire porter la part de capital détenue, directement ou indirectement, par des personnes publiques à plus de 50 %. ».*

Dans ce contexte très spécifique de la transaction projetée, la Commission a noté les motifs pour lesquels l'expert a retenu l'approche de valorisation décrite au VI.

Elle considère que la méthode DCF est une approche pertinente au regard des spécificités de l'entreprise et du marché sur lequel elle opère.

Concernant le plan d'affaires, la Commission constate que l'environnement économique qui prévaut depuis le début de 2022 rend plus difficile le choix de certaines des hypothèses clés sur lesquelles il repose. En particulier, la détermination sur un horizon de sept ans de l'évolution du prix du kérosène et du cours euro/USD est très délicate au regard de la situation actuelle et des perspectives des marchés concernés. En outre, la capacité de la compagnie à répercuter les hausses de coûts sur le prix des billets, sans entraîner une baisse du taux de remplissage, est également difficile à apprécier.

Dès lors, la Commission considère que le plan d'affaires pourrait en réalité être moins favorable que celui retenu par l'expert.

La Commission a donc demandé des calculs de sensibilité de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres à des marges d'exploitation plus dégradées, même si une dégradation de la marge opérationnelle devrait conduire Air Austral à engager rapidement des mesures correctrices visant à maintenir une marge opérationnelle adéquate sur un périmètre d'opérations plus restreint.

La Commission relève par ailleurs que le CMPC retenu par l'expert est élevé. Le coût des seuls fonds propres est ainsi de 29.1%. Or, les attentes des nouveaux actionnaires en matière de rendement des fonds propres sont, toutes choses égales par ailleurs, nécessairement moins élevées que celles d'un investisseur financier ordinaire. En effet, SEMATRA est un investisseur public et Run Air regroupe des investisseurs réunionnais qui devraient avoir des attentes moins élevées en matière de rémunération des fonds propres qu'un investisseur privé classique.

De plus, la Commission observe que les nouveaux actionnaires bénéficieront le cas échéant d'une clause de retour à meilleure fortune et que le conseil régional de La Réunion, qui considère que « *la survie d'Air Austral est capitale pour l'économie réunionnaise et les services rendus aux habitants de La Réunion* », peut légitimement attendre de son investissement des externalités positives sur l'économie régionale.

L'expert a donc fourni à la demande de la Commission une estimation de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres sur la base de niveaux de CMPC moins élevés.

L'expert a transmis à la Commission une évaluation du CMPC sur la base d'une répartition de 2/3 de dettes et 1/3 de capitaux propres, versus 51% et 49% dans son scénario de référence. Cette structure de financement est plus proche de celle d'Air Austral lors des trois années pré-covid et de celles des nombreuses autres compagnies aériennes. Il en résulte un CMPC de 12,4%. L'expert estime que cette répartition, probablement plus proche de la structure financière cible d'Air Austral, doit conduire à déduire de la valeur d'entreprise la valeur actuelle de la dette relative à l'acquisition d'un des avions de sa flotte pour déterminer la valeur des fonds propres, car cet endettement aurait, dans cette hypothèse, une nature structurelle. La valeur des fonds propres d'Air Austral qui en résulte serait alors de l'ordre de 30 M€.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur des fonds propres d'Air Austral, après mise en œuvre du plan de restructuration, peut être correctement estimée à 30 M€.

VIII.- En application de l'article 181 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 susvisée, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que la société Air Austral est née il y a plus de trente ans de la volonté des collectivités locales (région et département), avec l'appui d'acteurs locaux, de développer le trafic aérien régional et ainsi faciliter les échanges,

Suite aux graves difficultés financières induites par la pandémie de Covid, la banque conseil du conseil régional a cherché à plusieurs reprises des investisseurs à même de prendre le contrôle d'Air Austral en vue d'en assurer la continuité d'exploitation et le développement futur.

Finalement, la seule offre ferme a été celle de Run Air. Cette offre s'inscrit dans le plan de restructuration en date du 15 décembre 2022 susvisé, signé par toutes les parties prenantes, qui marque l'aboutissement des discussions menées sous l'égide du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) avec notamment la mandataire ad hoc, les actionnaires d'Air Austral (la SEMATRA et son actionnaire la région de La Réunion), l'État et les banques.

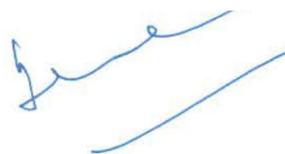
L'examen du dossier soumis à la Commission et les auditions qu'elle a menées n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause l'objectivité du processus de privatisation et de prise de participation minoritaire, dans le but d'assurer la pérennité d'Air Austral, tel qu'il vient d'être décrit.

IX.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur des fonds propres de la société Air Austral est correctement estimée à 30 M€ ;
- les modalités de la procédure respectent les intérêts du secteur public ;
- le choix du nouvel actionnaire majoritaire d'Air Austral a été opéré sur une base objective ;
- les conditions de la cession, et en particulier son prix respectent les intérêts du secteur public.

Adopté le 19 janvier 2023 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Bérold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Mireille FAUGERE, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE