

Analyse d'une entreprise surperformante : Safran SAF:EPA



SAFRAN
AEROSPACE · DEFENCE · SECURITY

Dans un contexte d'un ralentissement général du secteur en Q4 2018, ce qui est due aux commandes de jets étant rarement en fin d'année. Safran cependant, avec l'acquisition de Zodiac Aerospace, affirme sa place de 3ème acteur mondial

Previous Close	108.20	Market Cap	47.104B
Open	108.90	Beta (3Y Monthly)	1.01
Bid	0.00 x 0	PE Ratio (TTM)	22.45
Ask	0.00 x 0	EPS (TTM)	4.90
Day's Range	108.70 - 110.45	Earnings Date	Feb 27, 2019
52 Week Range	81.04 - 122.25	Forward Dividend & Yield	1.60 (1.48%)
Volume	1,173,433	Ex-Dividend Date	2018-05-29
Avg. Volume	941,195	1y Target Est	119.08

I. Présentation de la société :

Investisseurs Principaux :

Etat Français	10,81%
Salaries	6,90%
The capital group compagnies	6,12%
BlackRock	6,01%
Autocontrôle	1,8%

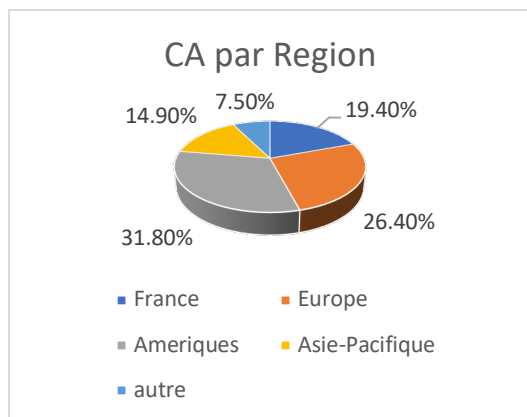
Le groupe se spécialise en conception, développement, vente et fabrication d'équipements/systèmes de haute qualité et niveau technologique. Le groupe reste

cependant le plus implanté dans la partie propulsion pour machines aéronautiques et spatiale. Elle vend des turbomoteurs pour hélicoptère, des compresseurs basse pression, des lanceurs spatiaux ou encore le moteur CFM56 (le plus vendu de l'histoire de l'aviation civile) produit en collaboration avec General Electric. Les trains d'atterrissages et les PSU sont aussi des produits qui renforcent sa position de leader en équipement aéronautique. Si le groupe s'est séparé de sa filiale Sécurité il reste un producteur important de solutions de défense en optronique, avionique, navigation, logiciels critiques, etc.

Les moteurs sont l'origine et le produit principal de Safran, les divisions Safran Aircraft Engines et Propulsion aéronautique et spatiale, est responsable de presque 60% du CA. Les solutions de propulsion vont en effet de avions commerciaux aux drones militaires. Avec General Motors, Safran détient CFM international, responsable entre autres des moteurs CFM56 et LEAP, deux des moteurs les plus lucratifs de l'histoire. CFM internationale est à elle seule responsable

Dates	Évènements
1924	Création de la Société d'applications générales d'électricité et de mécanique (Sagem), devenant peu à peu le spécialiste français des systèmes de télécommunication.
1945	Nationalisation de Gnome & Rhône, société française pionnière dans la fabrication de moteurs d'avions, qui devient la Société nationale d'étude et de construction de moteurs d'aviation (Sneema).
1974	Premiers pas de Sneema dans l'aviation civile en s'associant avec GE pour créer le CFM56, qui va devenir un <i>best seller</i> équipant la plus grande flotte d'avions dans le monde.
1997	Entrée de Sneema sur le marché de la propulsion spatiale en intégrant la Société européenne de propulsion (SEP).
2000	Acquisition de Labinal, qui permet à Sneema de devenir un leader mondial sur les câblages aéronautiques et les turbines d'hélicoptères (via la filiale Turbomeca).
2005	Fusion de Sagem et de Sneema donnant naissance à Safran.
2015	Création d'ASL (Airbus Safran Launchers), co-entreprise détenue à parité entre Safran et Airbus Group et destinée à prendre en charge le lancement d'Ariane 6.
2017	Cession des activités de détection (auprès de Smiths Group) et d'identité et de sécurité (auprès d'Advent International).
2018	Acquisition via une OPA de Zodiac Aerospace. Création d'une société commune avec Boeing spécialisée dans les auxiliaires de puissance.

Source : Safran



de 56% du CA en propulsion. En 2015 Safran s'allie à Airbus (détention à 50/50) pour créer ArianeGroup (ASL, Airbus Safran Launchers initialement), compagnie de lanceurs civils destinée à faire avancer le secteur en renforçant la compétitivité. Entre le projet Ariane 6 et les nouveaux propulseurs cette filiale est un atout qui continue de se développer et qui a le potentiel de faire avancer l'Europe dans la course à l'espace commercial.

Actualités récentes :

18/01 Safran : le mouvement reste haussier

10/01 Safran : rachats d'actions en vue, les investisseurs sont satisfaits

30/11 Safran : des avis à la pelle

29/11 Safran : Le cours de l'action grimpe, les objectifs salués après la sortie du rapport Q3

27/11 Safran : les actionnaires approuvent massivement la fusion-absorption de Zodiac Aerospace

09/11 Safran : c'est parti pour la co-entreprise avec Boeing dans les APU

06/11 Safran : inauguration du nouveau centre de recherche

02/11 Safran : le prix de rachat des Océane 2020 est fixé à 113,33 euros

31/10 Safran a racheté plus de 97% de ses obligations 2020

26/10 Safran : modalités définitives de la fusion-absorption de Zodiac Aerospace validées

20/10 Safran : le traité de fusion-absorption de Zodiac Aerospace est signé

16/10 Safran dévoile son moteur électrique destiné aux aéronefs hybrides et électriques

15/10 Safran décroche un contrat avec Netjets

12/10 Safran : The Capital Group Compagnies à plus de 5% des parts

11/10 Safran inaugure à Hambourg son nouveau site d'intégration de nacelles pour Airbus A320neo

II. Analyse financière de l'entreprise :

1) Analyse des résultats :

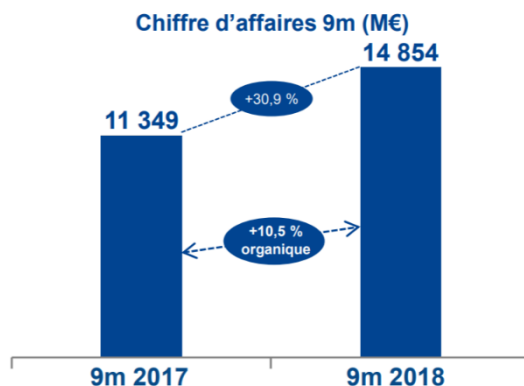
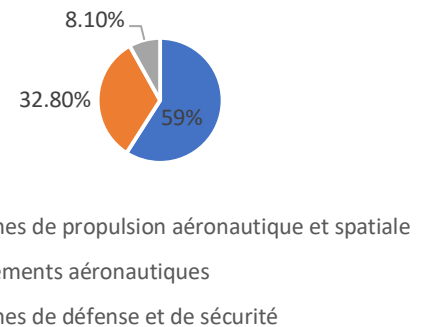
Le CA par famille de produits se répartit comme suit :

- Systèmes de propulsion aéronautique et spatiale (59%) : moteurs d'hélicoptères (n° 1 mondial), d'avions civils et militaires, moteurs spatiaux pour lanceurs et missiles, turboréacteurs d'engins-cibles, etc.

- Équipements aéronautiques (32,8%) : nacelles de moteurs d'avions, trains d'atterrissage, systèmes de freinage, de câblages électriques, etc.

- Systèmes de défense et de sécurité (8,1%) : commandes de vol d'hélicoptères, systèmes d'identification biométriques à base d'empreintes digitales (n° 1 mondial), systèmes inertiels, optroniques, systèmes de drones tactiques, etc. ;

Le CA par famille de produits



Avec une progression solide et constante du CA, Safran continue d'affirmer sa position sur le marché mondial. Le CA augmente de 45,4% au 9m 2018, il est donc prévu que Safran dépasse les 20 Milliards € pour 2018. Comme cité pour les avionneurs la pression sur les motoristes crée un dynamisme dans le secteur des avions courts et moyen-courrier. En effet la division responsable des moteurs CFM56 et LEAP enregistre encore des résultats en croissance, cette vague entraîne évidemment une hausse de la demande pour les pièces de rechange et service. La division équipements aéronautiques continue de jouir de la durée de vie des avions. Les avions, aujourd'hui en service pendant presque 40 ans, ont besoin de nouveaux freins carbonés, trains

d'atterrissages et nacelles (produits par SafranGroup). Le rachat de Zodiac contribue à la croissance organique de plus de 10 %, laissant la compagnie en excellente santé financière. Cependant avant l'acquisition de Zodiac Aerospace ce n'était pas forcément le cas.

Les chiffres suivants sont tirés du rapport 9m 2018 ajustés en fin d'année.

Chiffres clés :

- **Le chiffre d'affaires ajusté s'établit à 5 348 M€ pour le 3^e trimestre 2018**, en hausse de 45,4 % sur une base publiée comprenant 1 200 M€ de contribution de Zodiac Aerospace. Sur une base organique, le chiffre d'affaires ajusté augmente de 11,4 %.
- **Le chiffre d'affaires ajusté s'établit à 14 854 M€ pour les neuf premiers mois de 2018**, en hausse de 30,9 % sur une base publiée, comprenant 2 716 M€ de contribution de Zodiac Aerospace sur sept mois. Sur une base organique, le chiffre d'affaires ajusté augmente de 10,5 %.
- **Le chiffre d'affaires des activités de services pour moteurs civils augmente de 14,7 % en USD durant les neuf premiers mois de 2018** – avec une hausse de 16,4 % au 1^{er} trimestre, de 8,8 % au 2^e trimestre et de 19,2 % au 3^e trimestre. La croissance depuis le début de l'année résulte de la progression des ventes de pièces de rechange et des variations trimestrielles de reconnaissance de chiffre d'affaires pour les contrats de services. Safran confirme son hypothèse de croissance entre 10 % et 12 % des activités de services pour moteurs civils sur la base de la dynamique positive des ventes de pièces de rechange et d'un ralentissement du chiffre d'affaires des services au 4^e trimestre 2018.

Faits marquants :

- **Production et carnet de commandes de moteurs d'avions court et moyen-courrier**

À fin septembre, les livraisons de moteurs CFM56 et LEAP totalisaient 1 575 unités cette année, contre 1 333 en 2017. Durant les neuf premiers mois de 2018, les commandes et intentions d'achat de moteurs LEAP totalisent 2 357 moteurs, portant le carnet de commandes à 15 239 LEAP.

- **Programme LEAP**

CFM a poursuivi la montée en cadence de la production des moteurs LEAP. Au 3^e trimestre 2018, 303 LEAP ont été livrés (contre 110 au 3^e trimestre 2017), portant le total des livraisons à 741 moteurs pour les neuf premiers mois de 2018 (contre 257 à la même période l'année dernière). CFM International (Safran et GE) maintient son objectif de livraison d'environ 1 100 moteurs LEAP en 2018.

- **Programme CFM56**

La baisse de la cadence d'assemblage du CFM56 se poursuit conformément au plan de production : 834 unités ont été livrées durant les neuf premiers mois de 2018, dont 243 au 3^e trimestre. En 2017, 1 076 moteurs avaient été livrés à fin septembre, dont 366 au 3^e trimestre. CFM International prévoit de livrer environ 1 000 moteurs CFM56 en 2018.

- **Turbines d'hélicoptères**

Zunum Aero, une start-up financée par Boeing HorizonX et JetBlue Technology Ventures, a sélectionné Safran pour son nouvel avion commercial hybride électrique, dont la mise sur le marché est prévue pour le début des années 2020. Safran va fournir un moteur Ardiden 3 pour alimenter le générateur électrique du ZA10 de Zunum.

- **Nacelles**

Safran a livré à Airbus les premières nacelles de l'A330neo au 3^e trimestre 2018. Safran Nacelles a la responsabilité complète des nacelles de l'A330neo, de la conception jusqu'à l'intégration sur les moteurs.

- **Freins carbone**

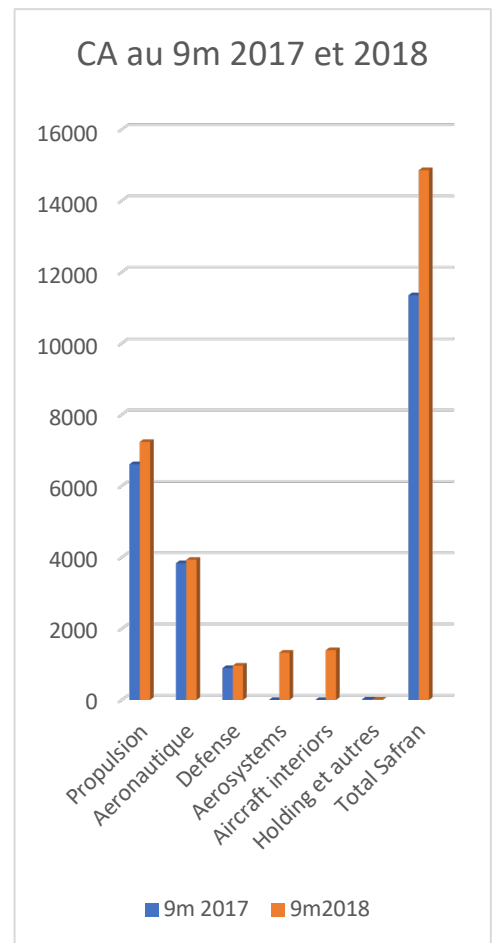
Durant le trimestre, Safran a signé plusieurs contrats importants pour la fourniture de freins carbone, notamment avec Sun Express et Blue Air pour équiper leurs Boeing 737 MAX.

- **Aircraft Interiors**

Safran a été choisi par une grande compagnie aérienne américaine afin de fournir, en première monte et en retrofit, les sièges de classes affaires Optima pour sa flotte de Boeing 787.

Chiffre d'affaire par secteur :

En millions d'euros	Propulsion	Équipements aéronautiques	Défense	Aerosystems	Aircraft interiors	Holding et autres	Safran
9 mois 2017	6 610	3 834	891	-	-	14	11 349
9 mois 2018	7 235	3 930	960	1 323	1 393	13	14 854
Croissance publiée	9,5 %	2,5 %	7,7 %	n.a.	n.a.	n.s.	30,9 %
Impact variations périmètre	(0,1) %	-	-	100 %	100 %	-	23,9 %
Effet de change	(3,0) %	(4,7) %	(1,7) %	-	-	-	(3,5) %
Croissance organique	12,6 %	7,2 %	9,4 %	-	-	-	10,5 %



2) L'Acquisition de Zodiac Aerospace :

Après une première tentative infructueuse en 2010, avortée à cause de commentaires qui ont fuites aux Echos, Safran revient au projet d'acquisition. Lors du premier échec, Safran a revu sa stratégie, et à l'aide de nouveaux conseillers venant de la Bank of America, commence à renforcer son offre et sa position de fournisseur principal. En 2012 et 2014 Safran fait des acquisition stratégiques (de plus petite taille) aux US, les activités de systèmes électriques de Goodrich (filiale de UTC) pour environ 310 millions d'euros et de distribution électrique et de solutions cockpit d'Eaton Aerospace coté aux Etats-Unis (pour environ 200 millions d'euros).

Les banques ont structure l'opération d'achat en cash et titres afin de préserver les intérêts des deux côtes. Safran engage le CA, BDGS et Goldman Sachs et Zodiac engage Rothschild, BNP Paribas, Bredin Prat et Citi. Dans le deal final, les actions zodiac pouvaient être achetées en cash (OPA) à 25 euros l'action ou en OPE subsidiaire, au taux de 0,300 pour safran qui avait une action en croissance contrairement à Zodiac. Stéphane Courbon, Chef de Merrill Lynch Investment Bank Paris office : « **C'était un deal compliqué à mettre en œuvre car il s'agissait d'une société contrôlée par des familles, qui n'étaient pas prêtes à vendre, ce qui a rendu la transaction impossible en 2010. Côté Safran, il n'y avait pas de volonté de faire une acquisition hostile** ».

En effet l'acquisition a été réenvisagée suite aux grosses difficultés opérationnelles et financières de Zodiac. Ces difficultés sont dues à des acquisitions qui n'ont pas été bien intégrées ainsi que des problèmes industriels complexes.



Après deux années où Zodiac est contraint d'émettre des avertissements sur résultat, Zodiac accepte de baisser le prix de l'OPA a été baisse de 29,45€ à 25€. Le hedge-fund TCI, ouvertement contre ce deal, estime la valeur fondamentale de Zodiac a 10€ par actions et voit l'acquisition comme une erreur. Cependant, l'opération donne naissance à un leader mondial des équipements en aéronautiques et astronautiques. Si la position actuelle sur la marche de Safran est intéressante, safran voit une opportunité d'utiliser ses nouvelles technologies pour créer « l'avion du futur », le plus électrique jusqu'à aujourd'hui.

Sur une base pro forma, intégrant l'activité de propulsion de Safran, le nouveau groupe emploie 92.000 collaborateurs (dont plus de 45.000 en France) et réalise 21,2 milliards d'euros de chiffre d'affaires. Sur cette base, le nouveau groupe est le troisième acteur mondial du secteur aéronautique. Il devient également le deuxième équipementier aéronautique mondial, avec un chiffre d'affaires pro forma d'environ 10 milliards d'euros dans les équipements. Il est présent dans plus de 60 pays. Safran a d'ores et déjà identifié 200 millions d'euros par an de synergies de coûts avant impôts, dont 50% seraient réalisées la première année et 90% d'ici la troisième année, permettant à l'opération d'atteindre en 3 à 4 ans l'objectif de rentabilité des capitaux investis que s'est fixé Safran. Les synergies de coûts devraient provenir d'économies dans les achats et les frais généraux, ainsi que de l'optimisation des implantations géographiques du nouveau groupe. Au-delà des synergies de coûts déjà identifiées, Safran permettrait également à l'activité sièges et aménagements de cabines de Zodiac d'accélérer son redressement et de retrouver, voire de dépasser ses marges historiques, indique le communiqué du groupe.

3) Operations de Buy-back:

Actions:

Le 24 mai 2017, la direction de Safran annonce à ses investisseurs l'envie de racheter des actions pour un montant de 2,3 milliards, soit environ 5% des actions en circulations (Capitalisation de 47 Mds €). Aujourd'hui Safran a déjà contribué au programme à hauteur de 11.4 millions d'actions pour un montant total de 1.22 milliard d'euros. Le 10 Janvier 2019, Safran signe avec un prestataire d'investissement pour rajouter 600 M € à ce rachat d'ici le 10 mai 2019.

Cette opération de buy-back fait monter le cours de l'action, cependant le prix maximal de rachat a été fixé à 140 € lors de la dernière assemblée générale.

Obligations OCEANE 2020 :

Safran a aussi racheter plus de 97% de ses obligations à échéance du 31 décembre 2020, les OCEANE 2020. BNP Paribas et CACIB agissent en tant que Dealer Managers et ont construit le livre d'achat a ordres inverses. A la suite la procédure de construction d'un livre d'ordres inversé, Safran a racheté pour un montant nominal total de 633 557 121,12 € d'obligations, soit 97,47% des obligations initialement émises à 89,32 €, a un prix de 113,33€ l'unité. Safran rappelle que ce rachat visait uniquement des investisseurs qualifiés, à l'exclusion des Etats Unis d'Amérique, des ressortissants américains, de l'Australie, du Canada ou du Japon, conformément aux lois en vigueur.

Cette opérations libère Safran de beaucoup de dettes et va avoir tendance à augmenter le cours de l'action sur le long terme, cela permettra aussi à Safran d'émettre de nouvelles obligations sans trop affecter le cours de l'action.

4) Objectifs Financiers:

Objectifs stratégiques :

Le 29 novembre 2018 a eu lieu la journée investisseurs de Safran, lors de cette journée, la direction confirme avoir atteint et dépasse les ambitions de mars 2016. La direction était globalement optimiste dans le cadre de la croissance de secteur de l'aéronautique et de la défense et de leur position de leader. La direction annonce aussi ses ambitions, augmenter les investissements dans l'innovation et surtout, devenir le numéro 1 mondial en fournisseurs d'Equipements aéronautiques au cours des 15 prochaines années.

A l'intention des investisseurs il annonce les objectifs financiers :

- Une croissance stable du CA de 6% sur la période 2019-2022
- Marge opérationnelle courante entre 16% et 18% d'ici 2022
- Génération de cash portée par une hausse de 50 % de l'EBITDA entre 2018 et 2022 : taux de conversion du résultat opérationnel courant en cash-flow libre supérieur à 50% chaque année et dépassant 60% en 2022

Et la mise à jour de la stratégie :

- Augmentation de la R&D
- Augmentation du retour des actionnaires
- Exécution du programme de rachat d'actions de 2,3 Mds€ et envie d'en racheter pour 700M additionnels

Objectifs financiers :

Safran est sur une très bonne lancée et souhaite continuer sur celle-ci, la compagnie se fixe des objectifs ambitieux mais atteignables vis-à-vis de ses performances ces derniers temps.

La croissance organique du CA devrait être entre 4% et 6% (avec un taux USD/EUR moyen estimé de 1,25) en 2019-2022, avec une progression dans tous les domaines, notamment des moteurs civils, des services aéronautiques et des activités d'Aircraft Interiors. Cette stratégie de développer tous les secteurs, confirme une envie de ne pas trop être dépendant d'une seule branche de la compagnie.

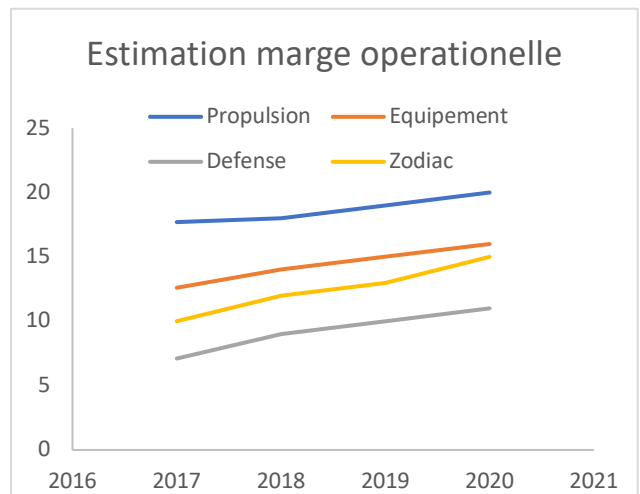
Safran vise Une marge opérationnelle en 2020 de:

- Plus de 20% en propulsion
- Plus de 16% en Equipment
- Plus de 10% en défense
- Environ 15% pour les anciennes activités de Zodiac

La R&D prend de l'ampleur dans le cadre des ambitions long-terme de Safran, le financement de Zodiac augmentera de 30%, la part de R%D autofinance augmentera aussi pour passer à 6/7% du CA.

Depuis début 2018 la génération de cash-flow libre est une des grosses priorités de Safran et elle le restera jusqu'à 2022 au minimum et ce avec une croissance de l'EBITDA de 50%. Le cash-flow libre devrait donc progresser chaque année. Le taux de conversion du résultat opérationnel courant en cash-flow libre devrait rester supérieur à 50% chaque année et dépasser 60% en 2022.

Depuis plusieurs années, la direction maintient une politique très disciplinée sur l'allocation du capital. Aucune acquisition majeure sera prévue et la croissance organique sera la première priorité. Même avec le redressement de Zodiac, Safran affirme un objectif d'investissement et espère un retour sur investissement en 4 ans ainsi qu'une continuation de la politique de désendettement. Ainsi Safran continuera à racheter ses actions et obligations.



La transition CFM56-LEAP :

En 2019, la transition CFM56-Leap sera terminée et les prévisions sont excellentes :

- Le moteur LEAP tient toutes ses promesses en termes de performance, de fiabilité et d'utilisation, ce qui en fait le moteur de référence des compagnies aériennes
- La priorité absolue est de répondre à la demande des clients en relevant les défis d'une montée en cadence sans précédent de la production. Safran s'est doté d'un solide système de gestion de la production afin d'atteindre les objectifs de livraisons convenus avec ses clients

- La réduction des coûts du moteur LEAP est en ligne avec les objectifs et se poursuit comme prévu, grâce aux progrès réalisés par les usines et les fournisseurs du Groupe.
- Les moteurs CFM56 et LEAP continueront à représenter l'essentiel de la forte croissance et de la rentabilité des activités de services pour moteurs civils de Safran.
- Safran est bien préparé pour cette transition progressive et développera son réseau de maintenance (MRO)

Ces tendances offrent une excellente visibilité pour les perspectives de croissance de 7 % à 9 % en moyenne prévue pour les activités de services pour moteurs civils de Safran sur la période 2018-2022.

Redressement de Zodiac Aerospace et d’Aircraft Interiors :

Déjà après quelques mois, le redressement des deux compagnies a été bien intégrées et la dynamique est en cours d’accélération. Le management est cours de déploiement de nouvelles pratiques plus efficaces. De plus il y a une réalisation de synergies de couts avant impôt de 200 M € d’ici 2022, cette estimation reste conservatrice et sera possiblement augmenter dans le futur. Le nouveau management de Aircraft Interiors est en cours de regain de confiance des clients et unifie les différents secteurs afin d’harmoniser et faciliter la production.

Innovations :

Les priorités en R&D sont d’entrer dans la prochaine décennie en avance de la compétition, pour cela les objectifs sont :

- Faire progresser l'efficacité de la propulsion aéronautique
- Être leader dans le domaine de l'« avion plus électrique »
- Conduire l'innovation dans le domaine de la cabine connectée
- Faire de la fabrication additive une réalité à l'échelle industrielle

Cette accélération de la stratégie d'innovation permettra à Safran de rester un partenaire privilégié des avionneurs et de renforcer son potentiel de croissance pour les décennies à venir.



© Thomas Laisné / Safran
Ross McInnes.
Président du Conseil
d'administration de
Safran



© Thomas Laisné / Safran
Philippe Petitcolin.
Directeur Général de
Safran



© Thierry Mamberti / Safran
Patrick Pélata.
Président du comité
innovation et
technologie



© Thierry Mamberti / Safran
Odile Desforges.
Présidente du comité
d'audit et des risques



© Thierry Mamberti / Safran
Monique Cohen.
Administrateur
réfèrent.
Présidente du comité
des nominations et
des rémunérations

III. Management et gouvernance :

Le top management de Safran est stable et assure depuis plusieurs années une gouvernance qui est à la hauteur des attentes des investisseurs. En particulier l’acquisition fut un succès, le renforcement de la position de Safran a été très fructueuse. La majorité des membres du conseil d’administration sont des employés Safran depuis longtemps et la moyenne d’âge est assez élevée. Il semblerait que le seul point négatif du management est que son ancienneté est parfois vue comme pas assez innovante, une équipe de consultants plus jeunes est toujours à disposition. Dans le contexte des dernières années la gouvernance a quand même prouvé son efficacité et sa capacité, ce qui permet de diminuer les méfiances par rapport à la gouvernance.