

Airbus et Safran, un face-à-face entre deux poids lourds de l'aéronautique

Duel Les deux représentants d'une industrie particulièrement en forme sont en pleine montée des cadences. Croissance, rentabilité ou génération de cash-flow : à chacun son point fort ou son handicap.

Au sein du Cac 40, on trouve plusieurs sociétés financières, des constructeurs et équipementiers automobiles, des distributeurs, quelques valeurs technologiques et, bien sûr, des leaders du luxe. Mais l'indice parisien intègre également deux grands groupes de l'aéronautique : Airbus et Safran. Les deux

actions sont à leur plus-haut historique après un beau parcours amenant à des gains compris entre +30% et +60% sur un et trois ans.

On l'a assez répété, mais cela reste vrai : le secteur de l'aéronautique se porte bien. Dans sa dernière étude de marché, Global Market Forecast 2018-2037, Airbus relevait ses anticipations, tablant sur

un besoin de 37400 nouveaux avions commerciaux au cours des vingt prochaines années pour faire face à la croissance dynamique du trafic aérien, qui double tous les quinze ans.

Une tendance qui profite aux deux groupes, même si le premier est client du second et qu'ils n'ont pas le même métier : constructeur pour l'un, motoriste

et équipementier pour l'autre. Alors, s'il fallait n'avoir qu'un seul de ces deux titres en portefeuille, lequel choisir ?

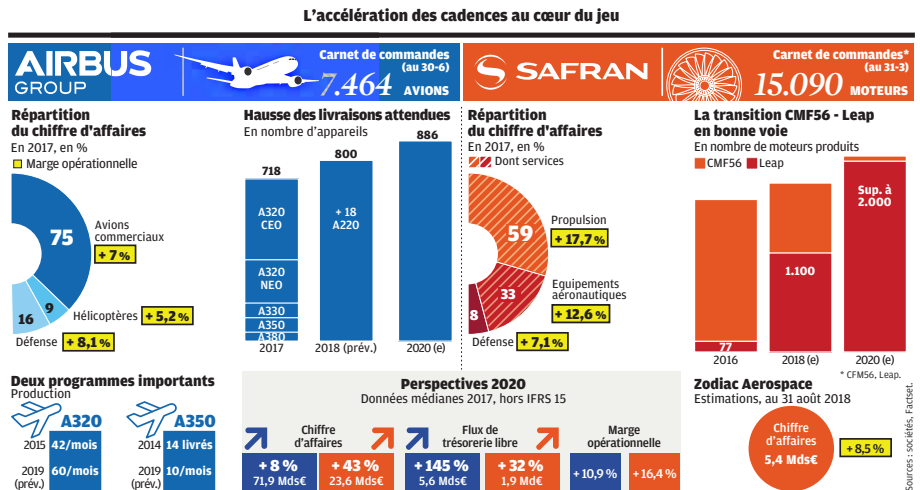
C'est à cette question que nous allons tenter de répondre, en passant en revue les atouts de l'un et de l'autre, leur croissance, leur rentabilité, leur stratégie et ce qu'ils rendent à leurs actionnaires. — D. T.

Croissance

Avantage : Safran

Les deux groupes ont un atout de taille : l'A320, le monocouloir best-seller de l'industrie. Airbus le construit, Safran en motorise une grande partie. Après les prises de commandes, ils accélèrent les cadences pour livrer plus. « Nous tablons sur une hausse de 7% des livraisons d'Airbus en moyenne annuelle entre 2017 et 2021, soutenues par un carnet d'ordres rempli », estime JPMorgan Cazenove dans une note. Airbus prévoit de livrer 800 avions cette année, dont deux tiers d'A320, si possible neo (remotorisés), contre 718 en 2017. Mais l'avionneur juge l'objectif « difficile », ayant subi des retards liés aux moteurs de Pratt & Whitney. Safran accroît sa production pour répondre à la demande à la fois d'Airbus et de Boeing : il équipe

tous les B737 de l'américain. Il passe de la production des moteurs CFM56 à la nouvelle génération, les Leap. Le motoriste dispose d'un autre avantage : il assure l'après-vente, services et pièces de rechange, de ses moteurs et de ses équipements, plus dynamiques. Il publiera le 6 septembre ses résultats semestriels et fera un point sur ses objectifs annuels, mais il tablait sur une croissance du chiffre d'affaires ajusté proche de 4% et de 7 à 9% dans les services pour moteurs civils. Au premier trimestre, le chiffre d'affaires ajusté a progressé de 10,2% en interne, avec un bond de 16,4%, en dollars, de l'après-vente civile. Entre 2017 et 2020, le consensus attend une hausse de près de 50% du chiffre d'affaires de Safran, contre 9% pour Airbus. L'arrivée de Zodiac en explique toutefois une partie.



Acquisitions

Égalité

Les opérations de croissance externe ne sont pas légion chez Airbus et Safran. Les deux groupes ont même plutôt réduit leur périmètre avec la vente de la branche Sécurité pour Safran (Morpho en 2016 pour 3 milliards) et de certaines activités de défense pour Airbus (Defence Electronics en mars pour 1,1 milliard d'euros). Tous deux viennent néanmoins de boucler une acquisition significative. Airbus a pris le contrôle du programme CSeries, rebaptisé « A220 » cet été, le monocouloir de Bombardier. Reconnu techniquement, il peinait à se vendre, compte tenu de la situation économique tendue du canadien. L'appareil complète l'entre-deux de gamme du toulousain avec des appareils de 100 à 150 sièges. L'avionneur, qui se montre ambitieux pour l'A220 en lui appar-

tant sa puissance commerciale et industrielle, élimine un concurrent et s'ouvre un marché de 6.000 appareils sur vingt ans. Une belle prise, d'autant qu'il le fait pour 1 dollar symbolique. Safran a, quant à lui, racheté Zodiac Aerospace, via une offre amicale à près de 10 milliards d'euros en valeur d'entreprise. Le motoriste, qui se renforce dans les équipements et l'aménagement de cabine, devient le numéro trois mondial de l'aéronautique civile, hors constructeurs. Cette opération s'inscrit dans un environnement sectoriel où les motoristes et équipementiers renforcent leur position face aux constructeurs en vue des prochains programmes de monocouloirs. Et, là aussi, « ils se sont montrés opportunistes dans l'opération et n'ont pas payé de façon excessive Zodiac, ce qui permettra de créer de la valeur », estime Michaël Yatime, gérant chez Gaspal Gestion.

Rentabilité

Avantage : Safran

C'est d'abord une question structurelle : la rentabilité des équipementiers et motoristes est supérieure à celle des avionneurs grâce aux services, marché où sont, pour l'instant, peu présents ces derniers. En moyenne, la marge des premiers est de 10 à 15%, celle des seconds sous 10%. Sur les cinq années passées, elle était de 11,9% chez Safran, selon FactSet, et de 3,3% chez Airbus. L'après-vente a permis à Safran de compenser la moindre rentabilité des nouveaux moteurs Leap au début de leur industrialisation. Le motoriste fera le point sur le sujet fin novembre, mais « le groupe a bien géré la transition entre les moteurs CFM 56 et les nouvelles générations Leap, l'essentiel est derrière eux », juge Michaël Yatime. L'intégration de Zodiac devrait, à l'inverse, peser. « Nous nous som-

mes engagés à déloger 200 millions d'euros de synergies d'ici trois ans. Cela n'a rien d'évident. Au premier semestre de son exercice 2017-2018 (juillet-décembre 2017), la rentabilité de Zodiac n'était que de 1,6%, alors que nous visons 10% », indiquait Philippe Petitcolin, directeur général de Safran, en mai, aux Echos. Mais « Safran est un grand industriel, nous croyons dans sa capacité à redresser Zodiac », estime le gérant. JPMorgan Cazenove rappelle, dans une note : « Airbus émerge d'une période majeure de transition dans sa production (2014-2017) ». Mais il ajoute : « Nous devrions assister à une forte croissance de l'Ebita entre 2018 et 2021 inclus, du fait de livraisons d'avions plus élevées, de moindres pertes sur le nouvel A350, des gains significatifs sur les taux de change et une meilleure exécution [opérationnelle] », à l'image du deuxième trimestre cette année.

Cash-flow

Avantage : Airbus

« Les deux groupes sont des machines à cash », indique le gérant de Gaspal Gestion, rappelant que « le consensus attend une hausse des flux de trésorerie de l'ordre de 20% par an entre 2017 et 2021 chez Safran grâce à la progression de la production des moteurs Leap. Lors de la phase d'industrialisation de nouveaux moteurs, le groupe investit dans ses capacités de production, ce qui pèse sur sa trésorerie. Les investissements reculent ensuite lorsque la production atteint son rythme de croisière et les cash-flows remontent ». Enfin, « Safran n'a pas de problème de bilan avec une dette nette raisonnable », souligne Michaël Yatime, pour qui « le groupe a donc la capacité d'augmenter son retour aux actionnaires, via le dividende et des rachats d'actions ». Un programme en la

matière, de 2,3 milliards d'euros, vient d'être lancé. Les attentes chez les investisseurs sont aussi fortes en ce qui concerne Airbus. Contrairement à Safran, en 2018 l'avionneur est en position de trésorerie nette positive. La décision appartiendra toutefois à la nouvelle direction, attendue au printemps 2019. Entre 2012 et 2017, en cumulé, le constructeur revendique 12 milliards d'euros de flux de trésorerie libre et 9 milliards rendus aux actionnaires malgré 40 milliards d'investissements. Pour l'exercice en cours, il table sur un free cash flow du même niveau que l'année dernière moins 0,3 milliard après l'intégration de l'A220, soit 2,6 milliards d'euros. Le consensus voit une croissance moyenne de ses free cash flows de 28% par an d'ici à 2021. Bombardier financera les besoins en trésorerie jusqu'à 700 millions de dollars sur la période.

Valorisation

Avantage : Safran

Les performances boursières des deux titres sont remarquables, mais « le secteur aéronautique est cher et [que] les marchés ne sont pas bon marché non plus », reconnaît Michaël Yatime, « les sociétés disposant d'une forte visibilité se paient cher. A environ 20 fois les résultats attendus en 2019 pour Safran, la valorisation commence à être tendue, mais la bonne visibilité, liée à la récurrence d'une partie de son activité, permet d'être confiant sur le long terme ». Les PER des deux titres, selon FactSet, sont assez proches et élevés, puisque Safran se paie 23,8 fois 2018 et 19,7 fois 2019, tandis que les ratios d'Airbus atteignent respectivement 24,7 et

18,7 fois pour les mêmes exercices. Safran apparaît mieux valorisé si l'on regarde la valeur d'entreprise rapportée à son excédent brut d'exploitation, qui approche 12 fois 2019, contre moins de 8 fois pour Airbus. L'importante trésorerie nette de l'avionneur joue sans doute.

En outre, Airbus se paie moins cher que son principal concurrent, Boeing, mais ce n'est pas un nouveau. Safran est à des niveaux proches, voire légèrement inférieurs, en valeur d'entreprise, de ceux du motoriste allemand MTU. Au-delà des chiffres, la visibilité d'Airbus est aussi excellente. « Mais nous pensons que le risque d'exécution est plus élevé chez l'avionneur, qui dépend notamment de ses motoris-

tes, comme nous l'avons vu en début d'année. Nous préférons Airbus en phase de prises de commandes mais les équipementiers en phase de production », explique le gérant.

Le bureau d'analyse d'Oddo BHF indiquait dans une note du 27 juillet : « Nous restons convaincus de la force du positionnement d'Airbus, mais nous pensons que la transition managériale dessert une prime de risque plus élevée que par le passé. Le nouveau directeur général et sa direction devront trancher des questions cruciales, à l'image du calibrage de la réponse au potentiel lancement [d'un nouvel appareil] par Boeing, d'une exposition plus forte à la défense et d'une accélération de la présence dans les services. » Sans oublier le retour aux actionnaires.

RÉSULTAT

Préférez Safran, motoriste et équipementier

Airbus comme Safran bénéficie d'un bon positionnement dans un secteur aéronautique porteur et de carnets de commandes pléthoriques. Mais Safran, qui affiche une plus forte dynamique de son chiffre d'affaires, est plus rentable et semble mieux maîtriser la montée en cadence qu'Airbus, dépendant de ses fournisseurs, même si celui-ci est une véritable machine à cash qui se paie moins cher que

le motoriste. Safran doit, certes, préciser ses objectifs avec Zodiac, mais l'arrivée d'une nouvelle direction chez Airbus crée une incertitude.

NOTES CONSEILS

ACHETER : nous achetons Safran pour viser 125€ (SAF).

VENTE PARTIELLE : nous prenons des bénéfices partiels sur Airbus (AIR).

Les deux groupes en chiffres

SOCIÉTÉ (MNÉMO)	CHIFFRE D'AFFAIRES EST. (EN M€)		RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT AJ. EST. (EN M€)		BNPA EST. (EN €)		PER (EN NBR FOIS)		RENDEMENT EST. (EN %) 2018
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
AIRBUS (AIR)	63.850	69.100	5.100	6.500	4,37	5,76	24,7	18,7	+1,6
SAFRAN (SAF)	20.260	22.400	2.700	3.280	4,48	5,43	23,8	19,7	+1,6