

Secteur aéronautique militaire : performances économiques et financières

Après trois années consécutives de baisse liée à la réduction des budgets de défense en Europe et aux Etats-Unis, l'activité des principaux industriels du secteur aéronautique militaire a stagné en 2014.

A partir des données publiées par les entreprises (rapports annuels et documents de référence, rapports de la *Security Exchange Commission*, rapports financiers consolidés, présentations investisseurs), nous avons réalisé un panorama synthétique des performances économiques et financières 2014 d'un panel de 27 entreprises cotées, ou « Global Aerospace & Defence Index » (GADIX).

Global Aerospace & Defence Index (GADIX) : panel

Afin de dégager les grandes tendances et caractéristiques, les 27 entreprises du panel ont été ventilées en différents « sous-groupes » selon des critères liés à la localisation du siège social (Europe, Etats-Unis, Reste du Monde) et au positionnement dans la chaîne de valeur (maître d'œuvre, systémier / équipementier).

Selon la localisation du siège social, soit :

>>Etats-Unis (11 entreprises)

>>Europe (10 entreprises dont 3 françaises, 3 britanniques, 1 italienne, 1 suédoise, 1 norvégienne et 1 franco-germano-espagnole)

>>Reste du Monde (4 entreprises dont 2 japonaises, 1 brésilienne, 1 singapourienne)

Selon leur positionnement dans la chaîne de valeur, soit :

>>13 entreprises regroupées dans la catégorie « Maître d'œuvre » (MO) : Airbus Group (AIR), BAE Systems (BAE), Boeing (BA), Dassault Aviation (AM), Embraer (ERJ), Finmeccanica (FNC), General Dynamics (GD), Kawasaki Heavy Industries (KHI), Lockheed Martin (LMT), Mitsubishi Heavy Industries (MHI), Northrop Grumman (NOC), Saab AB (SAAB) et Textron Inc. (TXT).

>>14 entreprises rattachées à la catégorie « Systémier / Equipementier » (Syst/EQ) : Cobham (COB), General Electric (GE), Harris Corp. (HRS), Honeywell (HON), Kongsberg (KOG), L-3 Communications (L3), Orbital ATK (OATK), Raytheon (RTN), Rockwell

Collins (COL), Rolls-Royce (RR), Safran (SAF), ST Engineering (ST ENG), Thales (HO) et UTC (UTC).

Compte tenu des contraintes d'accès et de transparence de l'information, les industriels chinois ne figurent pas dans ce panel, tandis que les données 2014 relatives aux acteurs russes demeurent trop incomplètes pour être exploitées.

26 indicateurs, 5 thématiques

Pour ce benchmark, 26 indicateurs ont été retenus et retraités, lesquels relèvent des cinq thématiques suivantes :

- **Performances financières**
 - ✓ Chiffre d'affaires (CA) consolidé
 - ✓ Variation du CA n-1
 - ✓ Part défense
 - ✓ CA généré par les activités défense
 - ✓ EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)
 - ✓ Variation EBITDA n-1
 - ✓ Résultat opérationnel
 - ✓ Cash flow opérationnels
 - ✓ Résultat net
 - ✓ *Book-to-bill* (ratio entre les prises de commandes et le CA)
 - ✓ *Price-to-Research Ratio* (ratio entre les investissements en R&D et la capitalisation boursière)
- **Liquidité**
 - ✓ *Current Ratio* (ratio de liquidité générale)
 - ✓ *Quick Ratio* (ratio de liquidité réduite)
- **Endettement**
 - ✓ *Debt-to-Equity* (ratio dettes sur capitaux propres)
 - ✓ *Gearing ratio* (ratio dettes nettes sur capitaux propres)
 - ✓ Ratio d'autonomie financière (ratio des capitaux propres sur le total du bilan)
- **Rentabilité**
 - ✓ *Return on Equity* (rentabilité des capitaux propres)
 - ✓ *Return on Capital Employed* (rentabilité des capitaux investis)
 - ✓ *Return on Assets* (Rentabilité des actifs)
 - ✓ Marge opérationnelle
 - ✓ Marge nette

• Rendement et valorisation du titre

- ✓ Variation du cours n-1
- ✓ PER (*Price Earning Ratio*)
- ✓ *Dividend Yield* (rendement du dividende)
- ✓ *PayOut* (taux de distribution des bénéfices)
- ✓ *Dividend Cover* (couverture du dividende)

Afin d'homogénéiser les résultats, ces données ont été retraitées en euro sur la base des taux de change annuels moyens 2014 (FX Top.com, dernière consultation le 1er juin 2015).

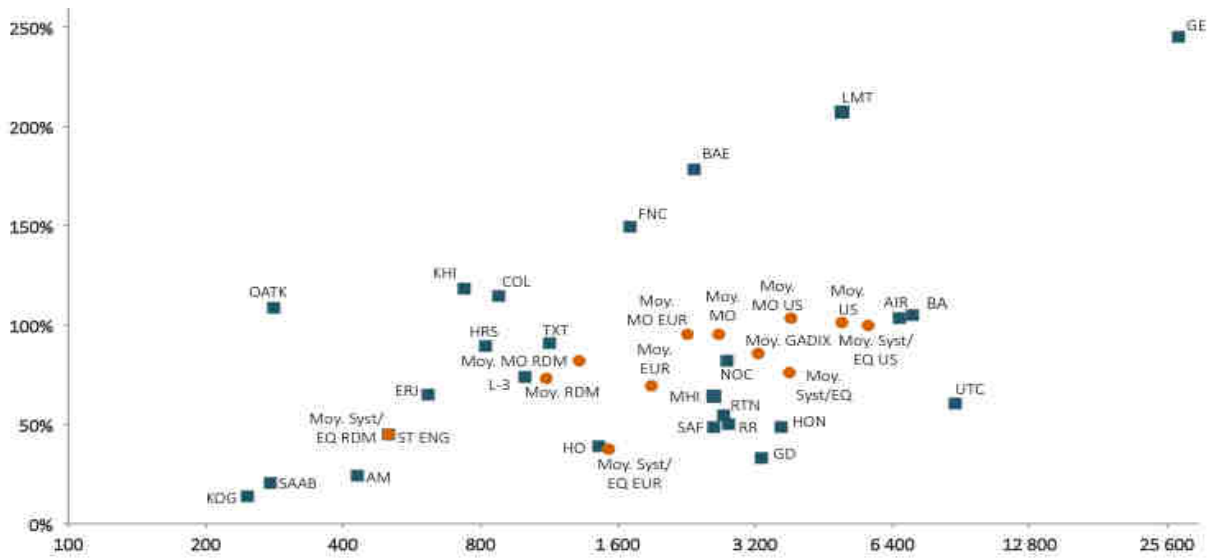
Performances financières : un exercice 2014 atone pour les acteurs européens

En 2014, le CA consolidé moyen des entreprises du panel GADIX a connu une faible progression de +1,27%, à 21 262 M€, tandis que le CA médian s'est situé à 14 663 M€. Alors que les industriels du groupe « Reste du monde » (KHI, MHI et Embraer) possèdent le CA moyen le plus faible du GADIX, avec 10 592 M€, les acteurs européens, en dépit de la présence de leaders mondiaux, tels qu'Airbus Group ou BAE Systems, ont vu leur revenu moyen reculer de -1,04%, à 15 013 M€. Au sein du groupe « Europe », la moitié des entreprises a été confrontée à un repli de son CA, l'avionneur Dassault Aviation accusant le plus fort recul en glissement annuel, avec -19,87%.

Avec des performances hétérogènes, les acteurs américains ont enregistré une croissance moyenne de +1,44% en un an. Néanmoins, cette progression est principalement à mettre au crédit de Boeing (+4,78%) et Rockwell Collins (+11,29%), dont les activités ont été soutenues par la croissance du marché civil, et par le groupe multi-segments Textron Inc (+14,66%). Seconde plus forte hausse d'activité en 2014 après MHI (+18,40%), la croissance de Textron tient essentiellement au rachat de l'avionneur Beechcraft.

Historiquement très dépendants des marchés défense, les industriels américains tendent désormais à rééquilibrer leur mix. Ainsi, la part des revenus moyens générés par la défense ne représente plus que 52% contre 47% pour les acteurs européens et 22% pour les entreprises du « Reste du monde » (moyenne GADIX de 46%).

EBITDA (en M€) et Dettes/Capitaux propres (en %)



D'autre part, les industriels français possèdent des niveaux d'endettement très inférieurs aux moyennes observées dans le secteur. En effet, ces derniers sont près de deux fois moins élevés (~38%) que la moyenne GADIX, tandis qu'avec un taux de 29%, leur autonomie financière s'inscrit dans la tendance du secteur (moyenne GADIX 27,24%).

Systémiers / Equipementiers européens et américains : une santé financière contrastée

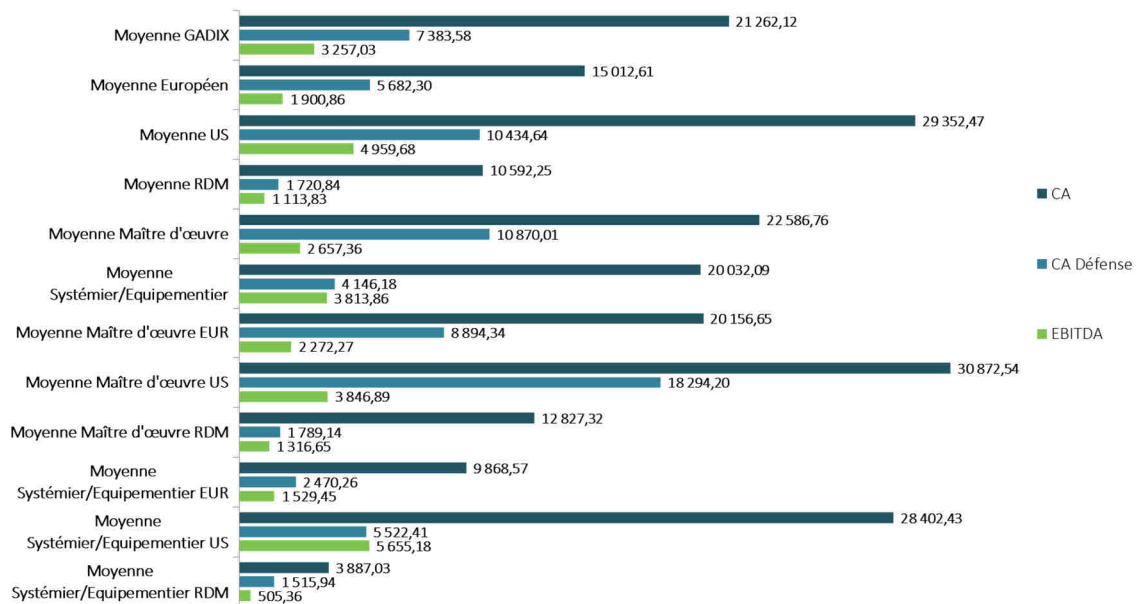
Contrairement à ce qui prévaut chez les MO, la santé financière des systémiers/équipementiers européens et américains est marquée par d'importantes différences. Si l'écart entre le D/E des MO européens et américains n'est que de 8 pts de pourcentage, celui des systémiers /équipementiers atteint plus de 60 pts. S'établissant à

99,50% contre 37,73%, la moyenne des systémiers/équipementiers américains est toutefois fortement dégradée par le poids de General Electric dans l'échantillon. En effet, hors impact GE, ce niveau diminuerait de près de 20 points, pour afficher 78,73%.

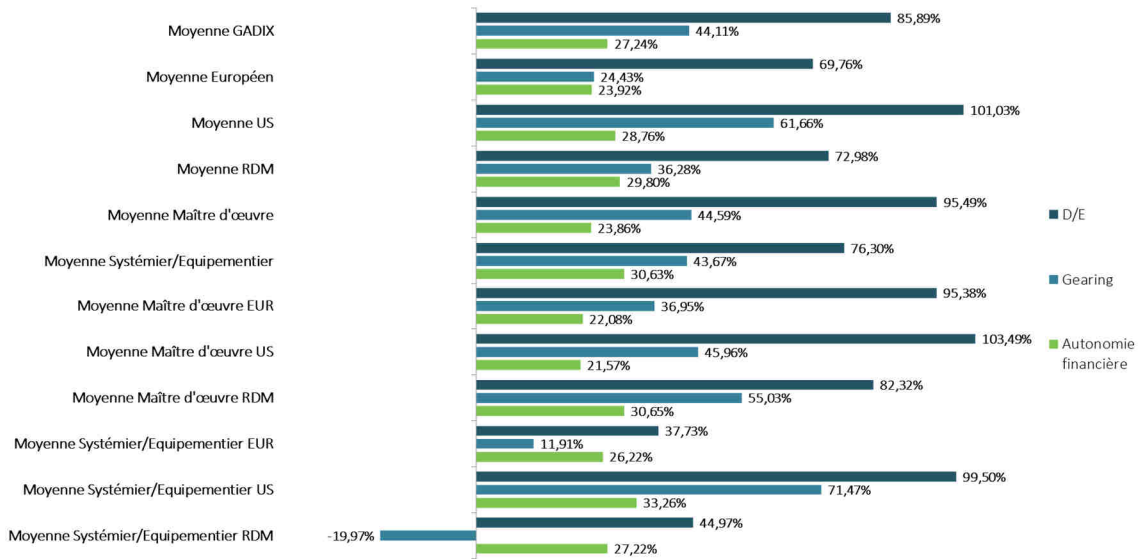
Confrontés à la contraction des budgets de défense, les industriels du secteur ont, dans leur ensemble, fait preuve de résilience financière.

PATRICK VAN DEN ENDE
Chargé de recherche, FR5
p.vandenende@frstrategie.org

Variables clés (en M€)



Ratios d'endettement (en %)



Ratios de rentabilité (en %)

