

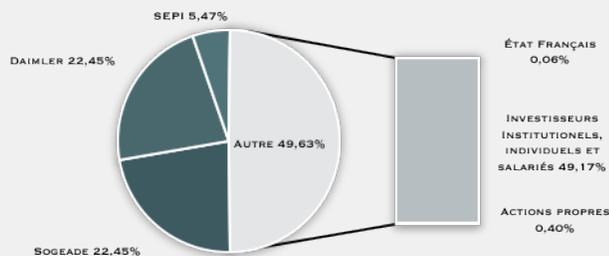
RAPPORT D'ANALYSE DU GROUPE EADS

THIBAUT MORTELECQ – MASTER ANALYSE FINANCIÈRE INTERNATIONALE – JANVIER 2012

PROFIL DE L'ENTREPRISE :

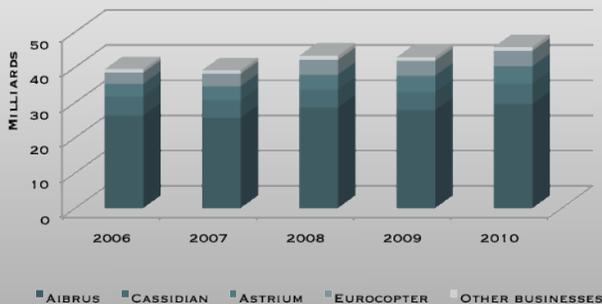
CRÉATION :	JUILLET 2000
SIÈGE :	LEYDE (PAYS-BAS)
FORME JURIDIQUE :	S.A DE DROIT NÉERLANDAIS
ACTIVITÉ :	DÉFENSE, AÉRONAUTIQUE, AÉROSPATIALE
DIRECTEUR GÉNÉRAL (2012) :	LOUIS GALLOIS
PLACE DE COTATION :	NYSE EURONEXT PARIS
NOMBRES D' ACTIONS (JANVIER 2012) :	820.232.551
CAPITALISATION (JANVIER 2012) :	21.071 M€
CHIFFRE D'AFFAIRE 2010 :	45.752 M€

ACTIONNAIRES :



FILIALES : (EN POURCENTAGE DU C.A.)

AIRBUS	: 64,6%
CASSIDIAN	: 12,56%
ASTRIUM	: 10,90%
EUROCOPTER	: 9,6%
AUTRES	: 2,34%



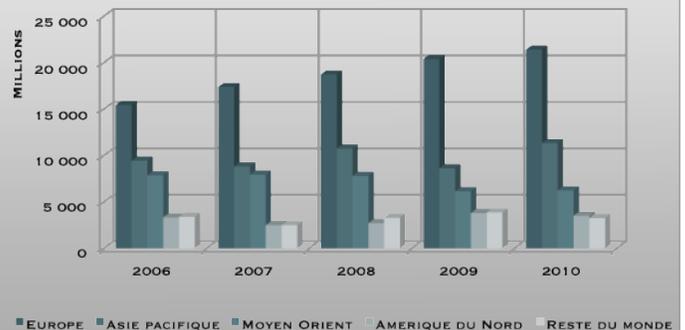
HISTORIQUE :

EADS EST NÉ EN JUILLET 2000 DE LA FUSION DU GROUPE FRANÇAIS AEROSPATIALE MATRA AVEC LE GROUPE ALLEMAND DASA (DAIMLERCHRYSLER AEROSPACE AG - HORS ACTIVITÉS MOTEURS MTU) ET L'ESPAGNOL CASA CONSTRUCCIONES AERONAUTICAS SA. AVANT LA FUSION, SEULE LA SOCIÉTÉ AEROSPATIALE MATRA ÉTAIT COTÉE À LA BOURSE DE PARIS, SES ACTIONS ONT ÉTÉ ÉCHANGÉES SUR LA BASE D'UNE ACTION ASM CONTRE UNE ACTION EADS. LES ACTIONS EADS SONT COTÉES EN BOURSE DEPUIS LE 10 JUILLET 2000 À LA BOURSE DE PARIS, À LA BOURSE DE FRANCFORT ET SUR LES BOURSES ESPAGNOLES DE MADRID, BILBAO, BARCELONE ET VALENCE.

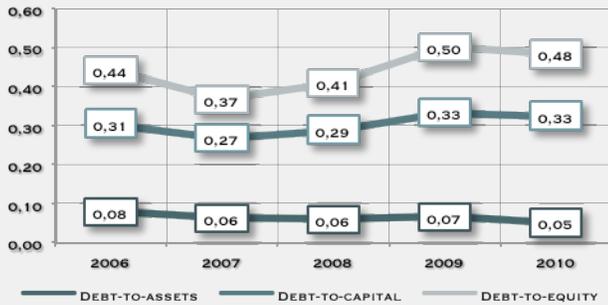
EADS EST LE N° 1 EUROPÉEN ET LE N° 2 MONDIAL DE L'INDUSTRIE AÉRONAUTIQUE, SPATIALE ET DE LA DÉFENSE. LE C.A PAR FAMILLE DE PRODUITS ET SERVICES SE RÉPARTIT COMME SUIT :

- AVIONS (74,2%) : AVIONS COMMERCIAUX AIRBUS (79,8% DU CA : N° 1 MONDIAL DES AVIONS DE PLUS DE 100 SIÈGES), HÉLICOPTÈRES CIVILS ET MILITAIRES (12,9%) ET AVIONS MILITAIRES (7,3% : NOTAMMENT AVIONS DE TRANSPORT, DE SURVEILLANCE MARITIME, DE CHASSE ANTI-SOUS-MARINS ET DE RAVITAILLEMENT EN VOL). LE GROUPE PROPOSE ÉGALEMENT DES SERVICES DE MAINTENANCE DES HÉLICOPTÈRES,
- SYSTÈMES DE DÉFENSE ET DE SÉCURITÉ (12,6%) : NOTAMMENT SYSTÈMES DE MISSILES (N° 1 MONDIAL), SYSTÈMES ÉLECTRONIQUES ET DE TÉLÉCOMMUNICATIONS, SERVICES LOGISTIQUES, DE FORMATION ET D'INGÉNIERIE,
- ÉQUIPEMENTS SPATIAUX (10,9%) : NOTAMMENT LANCEURS ORBITAUX, SATELLITES D'OBSERVATION ET DE COMMUNICATION;
- AUTRES (2,3%) : NOTAMMENT APPAREILS À TURBOPROPULSEURS RÉGIONAUX, AVIONS COMMERCIAUX LÉGERS ET COMPOSANTS AÉRONAUTIQUES, SERVICES DE CONVERSION ET DE MAINTENANCE D'AVIONS.

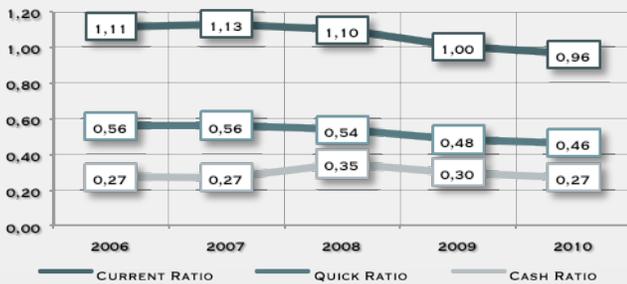
PRÉSENCE GÉOGRAPHIQUE :



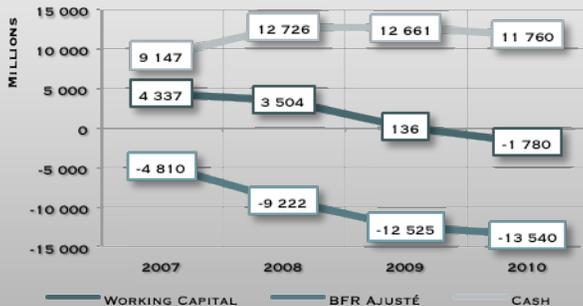
DIAGNOSTIC FINANCIER :



LE GROUPE EADS EST FAIBLEMENT ENDETTÉ ET POSSÈDE UNE FORTE TRÉSORERIE CE QUI PLACE LE GROUPE DANS UNE POSITION DE DETTE NETTE NÉGATIVE.



LA FAIBLESSE DU *CURRENT RATIO* DÉMONTRE UNE CERTAINE DÉPENDANCE D'EADS EN TRÉSORERIE. CEPENDANT, 50% DES *CURRENT LIABILITIES* PROVIENNENT DES PAIEMENTS EN AVANCE DES CLIENTS, CE PROCÉDÉ VIENT DONC AFFAIBLIR LE *CURRENT RATIO* DE LA SOCIÉTÉ SANS AVOIR DE RÉEL IMPACT SUR LA FACULTÉ DE L'ENTREPRISE À FAIRE FACE À SES ENGAGEMENTS.



MALGRÉ LA DÉGRADATION DU *WORKING CAPITAL*, LA TRÉSORERIE D'EADS RESTE RELATIVEMENT STABLE. CELLE-CI EST MAINTENUE GRÂCE À UNE FORTE AMÉLIORATION DU BFR DUE À L'AUGMENTATION DES PAIEMENTS EN AVANCE DES CLIENTS SUR LES CONTRATS LONG TERME.



MALGRÉ UNE CROISSANCE DU C.A D'EADS DE 2006 À 2010, LE GROUPE NE PARVIENT PAS À MAINTENIR SES MARGES. CELLES-CI SONT PRINCIPALEMENT VICTIMES DES TAUX DE CHANGES, EN PARTICULIER ENTRE LE DOLLAR ET L'EURO. LA MARGE D'EADS EST AFFAIBLIE PAR UN EURO FORT PAR RAPPORT AU DOLLAR, CECI EST ESSENTIELLEMENT DÛ À LA VENTE EN DOLLAR DE SES APPAREILS.

RISQUES DE CHANGE :

UNE PARTIE SIGNIFICATIVE DU CHIFFRE D'AFFAIRES D'EADS EST RÉALISÉE EN DOLLARS AMÉRICAINS TANDIS QU'UNE PARTIE IMPORTANTE DE SES COÛTS EST EFFECTUÉE EN EUROS ET, DANS UNE MOINDRE MESURE, EN LIVRES STERLING. PAR CONSÉQUENT, ET SAUF UTILISATION D'INSTRUMENTS FINANCIERS DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE ENTRE CES DEVISES, LES RÉSULTATS D'EADS RISQUENT D'ÊTRE AFFECTÉS PAR LES FLUCTUATIONS DU TAUX DE CHANGE DU DOLLAR AMÉRICAIN PAR RAPPORT À CES DEVISES ET DANS UNE MOINDRE MESURE, PAR LES ÉVOLUTIONS DU TAUX DE CHANGE LIVRE STERLING/EURO.

L'ÉVOLUTION DES TAUX DE CHANGES EST UN ACTEUR MAJEUR DANS L'ÉVALUATION DU GROUPE.

CARNET DE COMMANDES :



APRÈS DEUX ANNÉES DIFFICILES POUR LE GROUPE, LA REPRISSE DES COMMANDES SEMBLE SE REDÉMARRER AVEC UN NOUVEAU RECORD DE COMMANDES POUR 2010. CETTE SITUATION PERMET À EADS D'ÊTRE PLUS OPTIMISTE POUR LA SUITE DE SES EXERCICES.

COÛT MOYEN DES CAPITAUX :

LE COÛT MOYEN DES CAPITAUX (WACC) DU GROUPE SERA EFFECTUÉ À L'AIDE DE PLUSIEURS PARAMÈTRES ET PAR DEUX MÉTHODES DISTINCTES. POUR CE FAIRE, NOUS UTILISERONS LES ÉLÉMENTS SUIVANTS :

- LE TAUX SANS RISQUE UTILISÉ DANS LA ZONE EURO. C'EST-À-DIRE LE TAUX RÉFÉRENCE D'UNE OBLIGATION ALLEMANDE À 10 ANS. LE GROUPE EADS ÉTANT UNE SOCIÉTÉ EUROPÉENNE AU CAPITAL MAJORITAIRE FRANÇAIS, NOUS DEVONS AJOUTER À CE TAUX UNE PRIME DE RISQUE PAYS. POUR CE FAIRE, NOUS ÉTABLIRONS UN TAUX SANS RISQUE MOYEN ENTRE LES OBLIGATIONS FRANÇAISE ET ALLEMANDE : 2,5%
- LA PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ, CELLE-CI SERA OBSERVÉE DANS LA BASE DE DONNÉES FOURNIE PAR LE PROFESSEUR ASWATH DAMODARAN : 6%
- LE BÊTA DU SECTEUR AINSI QUE L'ENSEMBLE DES INFORMATIONS RELATIF AU SECTEUR SERONT EXTRAITS DE FACTIVEA-REUTERS : 1,15

SUIVANT LA MÉTHODE DU CAPM, LA WACC OBSERVÉE EST DE 7,75% POUR LE GROUPE. CÉPENDANT, EN UTILISANT LE MODÈLE DE FAMA FRENCH PERMETTANT D'AJOUTER UNE PRIME DE RISQUE EN FONCTION DE TROIS FACTEURS DISTINCTS (LA TAILLE DE L'ENTREPRISE, SON RATIO VALEUR COMPTABLE SUR VALEUR DE MARCHÉ ET LA PRIME DE RISQUE) ON CONSTATE UNE PRIME SIGNIFICATIVE QUE L'ON PEUT AJOUTER À LA WACC OBSERVÉE PRÉCÉDEMMENT POUR OBTENIR UNE WACC AJUSTÉE DE 9,75%.

MÉTHODE DES MULTIPLES :

POUR CE FAIRE, NOUS UTILISERONS PRINCIPALEMENT LES DONNÉES DU CONSENSUS CONSTITUÉ DE 32 ANALYSTES POUR L'ANNÉE 2012.

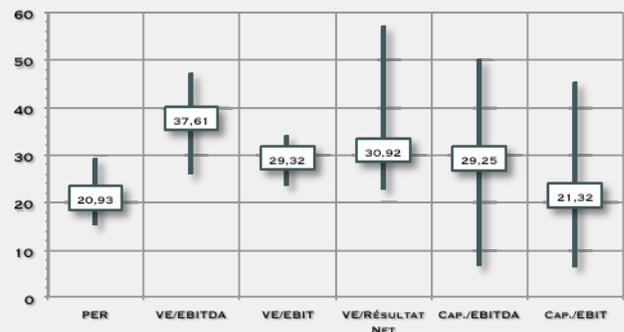
EADS ÉTANT UNE ENTREPRISE RELATIVEMENT UNIQUE, NOUS UTILISERONS UN PANEL DE 9 ENTREPRISES POUR RÉALISER CETTE MÉTHODE :

- **BOEING** : PRINCIPAL CONCURRENT D'EADS (AIRBUS) DANS L'INDUSTRIE AÉROSPATIALE.
- **BAE SYSTÈME** : UN DES PRINCIPAUX LEADER DANS LA PRODUCTION ET LA COMMERCIALISATION DE SYSTÈME DE DÉFENSE ET DE L'AÉROSPATIALE.
- **THALES** : IL FIGURE PARMI LES LEADERS EUROPÉENS DE LA FABRICATION ET DE LA COMMERCIALISATION D'ÉQUIPEMENTS ET DE SYSTÈMES ÉLECTRONIQUES DESTINÉS AUX SECTEURS DE LA DÉFENSE ET DE LA SÉCURITÉ, DE L'AÉROSPATIALE ET DU TRANSPORT.
- **SAFRAN** : SAFRAN EST UN GROUPE INTERNATIONAL DE HAUTE TECHNOLOGIE, ÉQUIPEMENTIER DE PREMIER RANG DANS LES DOMAINES DE L'AÉROSPATIAL, DE LA DÉFENSE ET DE LA SÉCURITÉ.
- **DASSAULT AVIATION** : L'ENTREPRISE FIGURE PARMI LES PRINCIPAUX CONSTRUCTEURS AÉRONAUTIQUES MONDIAUX.
- **HONEYWELL INTERNATIONAL** : L'ENTREPRISE EST SPÉCIALISÉE DANS LA FABRICATION D'ÉQUIPEMENTS AÉRONAUTIQUES.
- **UNITED TECHNOLOGIES** : LE GROUPE EST ORGANISÉ AUTOUR DES ACTIVITÉS D'AÉRONAUTIQUE ET DES SYSTÈMES DE NAVIGATION AÉRIENNE
- **FINMECCANICA** : UN DES PRINCIPAUX CONCURRENTS DE LA FILIALE CASSIDIAN D'EADS.
- **LOCKHEED MARTIN** : UNE ENTREPRISE SPÉCIALISÉE DANS LA VENTE DE SYSTÈME AÉRONAUTIQUE ET SPATIALE.

L'ÉVALUATION PAR COMPARABLES :

LA VALORISATION DU TITRE D'EADS SE FERA À TRAVERS 6 MULTIPLES CALCULÉS GRÂCE À L'ÉCHANTILLON PRÉSENTÉ PRÉCÉDEMMENT.

LE GRAPHIQUE SUIVANT PRÉSENTE LA VALEUR CIBLE DU TITRE POUR L'EXERCICE À VENIR EN FONCTION DE SON MULTIPLE, À CECI NOUS RAJOUTONS L'AMPLITUDE OBSERVÉE DANS L'ÉCHANTILLON POUR EN ÉTUDIER LA FOURCHETTE DE PRIX.



LA VALEUR CIBLE MOYENNE ATTENDUE EST DE 28,23€. CÉPENDANT, LE CARACTÈRE SPÉCIFIQUE DE L'ENTREPRISE (ACTIVITÉ, STRUCTURE FINANCIÈRE, ETC.) NE NOUS PERMET PAS D'UTILISER CETTE MÉTHODE POUR LA VALORISER CORRECTEMENT, À CAUSE DE LA PRÉSENCE DE FORTS ÉCARTS DE PRIX ENTRE LES VALEURS MAXIMALES ET MINIMALES DE L'ÉCHANTILLON.

ÉVALUATION PAR L'ACTUALISATION DES FLUX D'EXPLOITATION :

DANS LE CADRE DE LA VALORISATION DU TITRE D'EADS PAR L'ACTUALISATION DES FLUX D'EXPLOITATION IL FAUT ÉTABLIR DES HYPOTHÈSES DE CROISSANCE POUR L'ENTREPRISE. POUR CE FAIRE, NOUS UTILISERONS LES TENDANCES DU MARCHÉ DE L'AÉRONAUTIQUE AINSI QUE LES COMPTES TRIMESTRIELS DU GROUPE POUR L'ANNÉE 2011 POUR AJUSTER NOTRE ESTIMATION.

DANS L'ÉVALUATION PAR LES *OPERATING FREE CASH FLOW* (OFCF) NOUS UTILISERONS LES HYPOTHÈSES SUIVANTES :

- UNE CROISSANCE DU CHIFFRE D'AFFAIRE DE L'ORDRE DE 5,10% DANS UNE PREMIÈRE PÉRIODE SUIVANT LA TENDANCE DU SECTEUR.
- UNE AMÉLIORATION DE L'EBIT POUR UNE PÉRIODE PLUS RESTREINTE SUIVANT L'ÉVOLUTION DES PRÉCÉDENTS RAPPORTS TRIMESTRIELS DU GROUPE AINSI QUE L'AMÉLIORATION DES TAUX DE CHANGE (RENFORCEMENT DU DOLLAR FACE À L'EURO) PERMET D'ATTENDRE UNE CROISSANCE DE L'ORDRE DE 10% POUR LES ANNÉES 2011 ET 2012 ET DE REVENIR À UNE CROISSANCE DU SECTEUR PROGRESSIVEMENT À 5,10%.
- UN RENFORCEMENT DU BFR POUR LES PREMIÈRES ANNÉES DE L'ORDRE DE 3,20% PERMETTANT DE POURSUIVRE L'ÉVOLUTION DU BFR SELON LES DERNIERS RAPPORTS TRIMESTRIELS ET DE REVENIR PROGRESSIVEMENT À LA NORMALE AVEC UNE CROISSANCE STABLE DE 2%.
- UNE STABILITÉ DANS LES INVESTISSEMENTS, LE GROUPE ASSURE UNE POLITIQUE D'INVESTISSEMENT STABLE DURANT CES DERNIÈRES ANNÉES ET COMPTE MAINTENIR SES EFFORTS D'INVESTISSEMENT AVEC UNE CROISSANCE DE 1,20% PAR AN.

L'ÉVALUATION PAR LES OFCF :

SUIVANT LES HYPOTHÈSES ÉTABLIES PRÉCÉDEMMENT NOUS RÉALISONS UNE MATRICE DE PRIX SUIVANT LA VARIATION DE LA WACC ET DE G, LA CROISSANCE À LONG TERME DE L'INDUSTRIE :

	Wacc				
	8,75%	9,25%	9,75%	10,25%	10,75%
1,0%	30,73	29,65	28,70	27,87	27,12
1,5%	31,79	30,58	29,51	28,58	27,75
G 2,0%	33,01	31,63	30,43	29,38	28,46
2,5%	34,43	32,84	31,47	30,28	29,25
3,0%	36,10	34,24	32,66	31,31	30,14

DANS NOTRE VALORISATION DE DÉPART, NOUS OBSERVONS UNE VALEUR CIBLE DE 30,43€ SUIVANT NOS HYPOTHÈSES ET UNE GAMME DE PRIX VARIANT DE 28,58€ À 32,84€ EN AJUSTANT NOS PRÉVISIONS DE PLUS OU MOINS 0,5%.

LE RETURN OF CAPITAL (ROC) EN FIN DE PÉRIODE ESTIMÉ À 10,25% CONTRE UNE WACC DE 9,75%, SOIT UNE PERSPECTIVE DE CRÉATION DE VALEUR POUR LE GROUPE SUR LE LONG TERME.

CETTE DERNIÈRE APPROCHE NOUS SEMBLE JUSTE PAR RAPPORT AUX PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DU MARCHÉ DE L'AÉRONAUTIQUE ET EN FONCTION DE L'ÉVOLUTION FAVORABLE DES TAUX DE CHANGE (RENFORCEMENT DU DOLLAR PAR RAPPORT À L'EURO).

LA VALORISATION DU TITRE PAR LES DISCOUNTED CASH FLOW :

POUR AFFINER NOTRE PRÉCÉDENTE ÉVALUATION, NOUS POUVONS AJUSTER CELLE-CI EN AJOUTANT LE POIDS DU REMBOURSEMENT DE LA DETTE SUR LES FLUX ESTIMÉS.

	Wacc				
	8,75%	9,25%	9,75%	10,25%	10,75%
1,0%	28,72	27,66	26,73	25,91	25,18
1,5%	29,78	28,58	27,54	26,62	25,81
G 2,0%	31,00	29,63	28,45	27,42	26,51
2,5%	32,42	30,84	29,49	28,32	27,30
3,0%	34,09	32,24	30,68	29,35	28,20

POUR CE FAIRE, NOUS AVONS MAINTENU LA POLITIQUE D'ENDETTÉMENT INSTAURÉE PAR EADS EN 2011 AINSI QUE SES CONDITIONS D'EMPRUNT.

L'ÉVALUATION DU TITRE PAR LA MÉTHODE DE FREE CASH FLOW FOR EQUITY (FCFE) ESTIME UNE VALEUR CIBLE DU TITRE DE 28,45€ RELATIVEMENT PROCHE DE CELLES OBSERVÉES PRÉCÉDEMMENT.

NOUS AVONS RÉALISÉ LA MÊME ÉTUDE SUR UN PÉRIODE DE 10 ANS AVEC UNE PREMIÈRE PÉRIODE DE FORTE CROISSANCE AVEC LES CARACTÉRISTIQUES SIMILAIRES À L'ÉTUDE PRÉCÉDENTE ET UNE SECONDE PÉRIODE DE STABILISATION ENTRE LA PÉRIODE DE FORTE CROISSANCE ET CELLE À LONG TERME. NOUS AVONS OBTENU UNE VALEUR CIBLE RELATIVEMENT SIMILAIRE DE 29,18€.

RECOMMANDATIONS :

PROFIL D'INVESTISSEUR DÉFENSIF : GARDER/CONSOLIDER

LA VALEUR CIBLE CONSEILLÉE SEMBLE RÉALISABLE SUIVANT LES ESTIMATIONS. CEPENDANT, L'ANNÉE 2011 EST UN EXCELLENT MILLÉSIME POUR EADS, LE RENFORCEMENT DU DOLLAR FACE À L'EURO ET L'OBJECTIF DE CROISSANCE DES VENTES DU GROUPE NE PEUVENT S'ÉTERNISER PENDANT DE LONGUES PÉRIODES. LES OBJECTIFS DRESSÉS PAR LA MÉTHODE DES FCFE ET DES MULTIPLES SONT RELATIVEMENT PROCHES ET SEMBLENT ÊTRE JUSTES PAR RAPPORT AU COURS DU MARCHÉ. LA RECOMMANDATION EST DONC DE MAINTENIR SON PORTEFEUILLE OU DE LE CONSOLIDER EN ACHETANT AU PLUS BAS LE TITRE.

PROFIL D'INVESTISSEUR NEUTRE : ACQUÉRIR/GARDER

LA POLITIQUE DE RÉDUCTION DES COÛTS DU GROUPE ET L'AUGMENTATION DES COMMANDES SEMBLANT REDONNER DE LA VIGUEUR AU GROUPE ET RELANÇANT L'ACTION AU NIVEAU DE SES PLUS HAUTS COURS HISTORIQUES. LA REPRISE DU MARCHÉ ET DE L'INDUSTRIE EST LE PRINCIPAL MOTEUR DU GROUPE ET L'AMÉLIORATION DE LA MARGE BRUTE DU GROUPE NOUS PERMET D'ESPÉRER DE BONS RÉSULTATS POUR LES EXERCICES À VENIR. LA VALEUR CIBLE MOYENNE OBSERVÉE DE L'ORDRE DE 29€ LORS DE NOS ESTIMATIONS PARAÎT ACCESSIBLE DURANT L'EXERCICE 2012.

PROFIL D'INVESTISSEUR DYNAMIQUE : ACQUÉRIR/RENFORCER

LE REGAIN DE L'ACTIVITÉ AINSI QUE L'AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE MARCHÉ PAR RAPPORT À 2008 SE FONT SENTIR ET L'ACTION SEMBLE RETROUVER DE SES FORCES. LE CARNET DE COMMANDE D'AIRBUS BAT DES RECORDS D'ANNÉE EN ANNÉE ET L'ARRIVÉE DE L'ALLEMAGNE DANS LE CAPITAL DU GROUPE REDONNE CONFIANCE AUX INVESTISSEURS. LA VALORISATION PAR LES OFCF AVEC UNE CROISSANCE RELATIVEMENT STABLE POUR L'INDUSTRIE DE L'AÉROSPATIALE N'EST PAS EXAGÉRÉE ET L'OBJECTIF DE 30,43€ EST PARFAITEMENT CRÉDIBLE.

