



Restructuration EADS

Changement de cap, changement de stratégie ?

Analyse Syndex

Décembre 2013

EADS déroule un argumentaire de choc... largement démenti par les faits

Schématiquement, l'argumentaire déployé par le groupe est le suivant :

Les conditions de marché ont récemment changé par rapport au plan « Vision 2020 »

Il faut adapter la stratégie

Il n'y a pas d'autre choix que d'améliorer les résultats

Le seul moyen consiste à réduire les coûts

Les suppressions de postes sont indispensables et pourraient passer par des licenciements secs si aucun accord n'est trouvé sur le coût du travail

L'objectif de 10% d'EBIT est indispensable pour rassurer les investisseurs et garantir l'accès aux financements

Une fois ces objectifs atteints, Airbus sera (enfin) devenu un groupe normal, débarrassé des freins qui entravent sa gouvernance

Un discours volontariste qui trouve sa justification dans les faits, ou bien une politique volontariste destinée à créer un « choc psychologique » pour créer les conditions d'une rupture ?

Rappels et éléments de décryptage par Syndex, à partir des informations publiées

Un an après l'échec du projet BAE Systems, EADS renonce à ses ambitions et adapte ses coûts sans véritable projet industriel

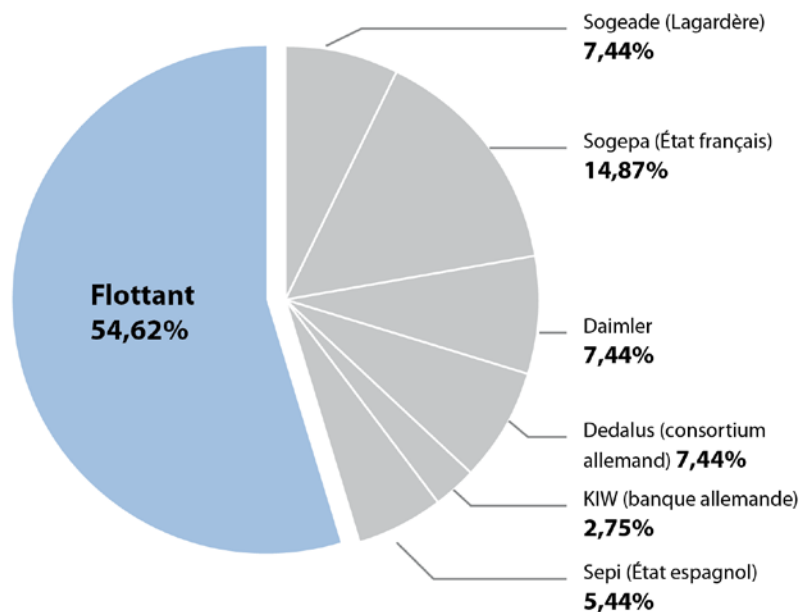
- **Le projet esquissé avec BAE Systems a sans doute partiellement échoué à cause de ses ambitions et de son volontarisme**
 - ▶ Malgré ses travers et ses risques, notamment sociaux, un tel projet représentait l'opportunité de créer les conditions d'une Europe de la défense à travers un géant industriel aux activités et marchés complémentaires
- **Un an plus tard, le constat d'une trop grande fragmentation des dépenses militaires en Europe, par ailleurs en baisse, est mis en avant pour justifier un paradoxal repli sur soi**
- **La stratégie se limite à piloter le résultat, sans vision industrielle offensive**
 - ▶ Pas de plan de croissance et de renforcement là où les marchés militaires se développent, contrairement d'ailleurs à ce que font tous les grands industriels européens de la défense (Finmeccanica, Thales, BAE Systems, DCNS...)
 - ▶ La maximisation du cash au bénéfice des actionnaires plutôt que du groupe et de son développement, par exemple par croissance externe ou investissements forts
 - *Aucune redéfinition des organisations et des moyens en faveur d'une R&D et d'une politique produits ambitieuses, garantes des futures parts de marché*
- **Faute de savoir comment changer son avenir, EADS se contenterait en réalité de changer ses résultats ?**
 - ▶ Le management d'EADS confirme la remise en cause d'une alternative durant 40 ans à la « norme » Boeing, qui après avoir dépassé le modèle à travers Airbus, en copie le mode de gestion sociale

Le désengagement de l'Etat français et la fin du pacte d'actionnaires historiques ancrent le groupe dans une gouvernance financière

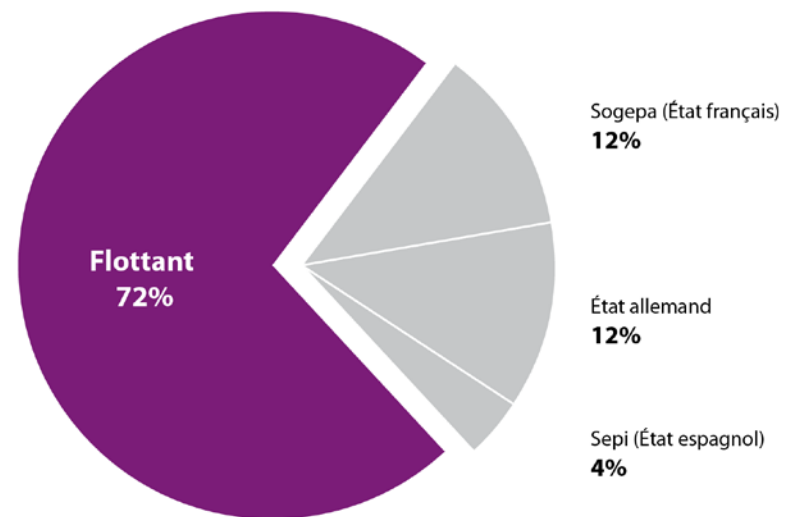
Changement de direction et de gouvernance, avec désormais un actionnariat flottant à 72% : les priorités 2013 du groupe sont orientées vers l'accélération des performances

5 décembre 2012

Structure du capital avant le 5 décembre



Nouveau pacte d'actionnaires : la part des Etats actionnaires devient minoritaire (France-Allemagne 12% chacune, Espagne 4%). L'influence des marchés financiers sur la gestion du groupe devient déterminante



Passage à une logique financière



Leitmotiv de T. Enders : transformer EADS en une « entreprise normale »... c'est-à-dire centrée sur la rentabilité

Vision 2020

- ~~Équilibre aviation commerciale et autres activités du groupe : augmentation de la part des activités défense & institutionnelles à 50-50~~
- ~~Équilibre plates-formes et services : développement des services~~
- ~~Équilibre Europe historique et présence mondiale : élargissement de l'ancrage international~~

Strategy 2.0

Création de valeur

Rentabilité et génération de cash



Rester leader sur l'aéronautique civile

Optimiser la défense et le spatial



Revue du portefeuille : sélection des activités rentables

EBIT 10% dès 2015

Esquissés dès début 2012, les objectifs ont été « gravés dans le marbre » depuis... et les délais raccourcis d'un an

2012

La cible « 10% d'EBIT » est jugée accessible en 2016 sans restructuration, grâce à la trajectoire de croissance du CA et à l'amélioration « naturelle » des résultats

Présentation des résultats 2011, 8 mars 2012

Sans changement majeur de l'environnement externe, les marchés défense étant déjà défavorablement orientés en 2012

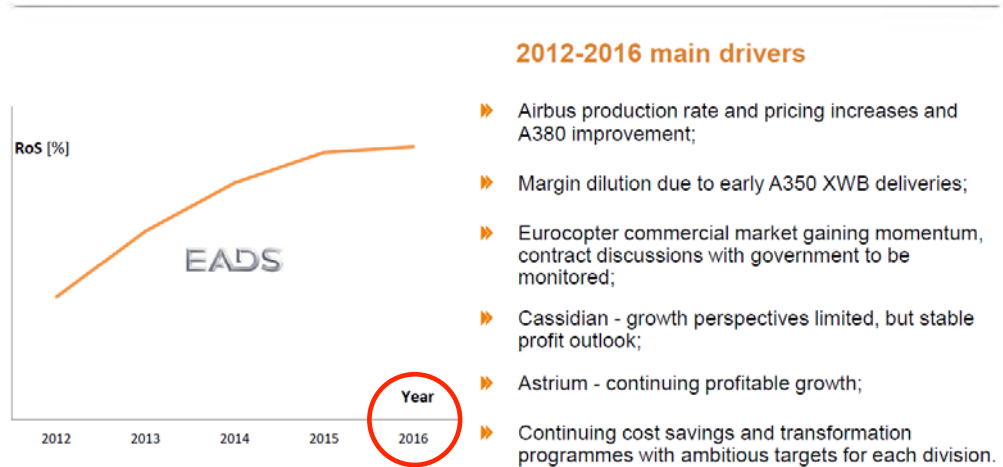
2013

Atteindre « 10% d'EBIT » dès 2015 devient impératif, au prix d'une profonde réorganisation et restructuration du groupe...

Présentation des résultats 2012, 27 février 2012

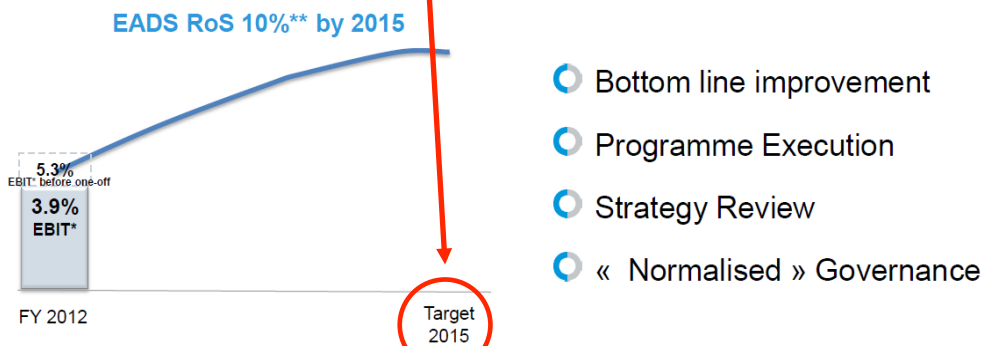
EADS flight path to profitable growth

21



Conclusion

22



- **Les priorités 2013 du groupe sont axées sur la performance financière et l'attractivité du groupe pour les actionnaires :**
 - ▶ Dès le début de l'année, EADS a annoncé une politique de **distribution de dividendes importants**, sous-tendue par un objectif 2013 d'EBIT ajusté hors éléments non récurrents de 3,5 Md€ (chiffre confirmé dans la dernière présentation aux investisseurs)
 - ▶ Le groupe a consacré le **tiers de sa trésorerie** (environ 4 milliards d'euros, soit plus de 3 fois le bénéfice net de 2012) au programme de rachat d'actions lancé début 2013. Ce programme permet à certains actionnaires de sortir du capital dans des conditions tout à fait exceptionnelles, et a notamment permis à Lagardère de réaliser une plus-value de 1,8 Md€
 - ▶ Le groupe veut s'offrir une **meilleure visibilité financière** : changement de dénomination avec la marque ombrelle **Airbus Group** et réorganisation en trois divisions
 - ▶ Il a pour objectif **d'améliorer très rapidement ses performances financières** : l'objectif d'EBIT de **10% en 2015** s'accompagne de plans d'actions sur l'efficacité et la productivité, avec la promotion du « lean »
 - ▶ Le pilotage du groupe s'effectue désormais sur **les indicateurs suivis par les marchés financiers** : introduction de la notion de ROCE (Return On Capital Employed - rendement des capitaux investis) comme indicateur de performance essentiel, et suivi du cash généré
 - ▶ Par ailleurs, l'accent est mis sur « une **gestion attentive des budgets** », afin que les annonces faites aux marchés ne génèrent pas de déception en cas de dérive

10% d'EBIT dès 2015 : quel sens donner à cet objectif ?

- La **communication** du groupe est uniquement centrée sur la notion de **profitabilité** (10% d'EBIT dès 2015), argumentaire pour le moins réducteur.
- La profitabilité (EBIT / chiffre d'affaires) permet simplement de mesurer la capacité du groupe à générer des profits par rapport à son activité. En aucun cas la profitabilité économique ne synthétise la performance économique.
- La performance économique est ce qui permet à l'investisseur – à qui cette restructuration s'adresse – de mesurer l'espérance de gain par rapport aux capitaux engagés. Elle s'apprécie donc sur critère de **rentabilité**, c'est-à-dire en mesurant le résultat opérationnel (EBIT) dégagé par rapport aux capitaux mis en œuvre (capitaux engagés) : c'est le ROCE (Return On Capital Employed - rendement des capitaux engagés).
- Or, la rentabilité économique est fonction de :
 - ▶ la profitabilité économique (taux d'EBIT), qui est aujourd'hui de 4%
 - ▶ l'importance des capitaux engagés en fonction de la nature de l'activité, des différents métiers du groupe (Coefficient de rotation des Capitaux Engagés) : ce ratio est de 1,9

$$\begin{array}{ccc} \text{PROFITABILITÉ} & \times & \text{INTENSITÉ CAPITAUX} & = & \text{RENTABILITÉ} \\ \frac{\text{EBIT}}{\text{Chiffre d'affaires}} & \times & \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Capitaux engagés}} & = & \frac{\text{EBIT}}{\text{Capitaux engagés}} \end{array}$$

10% d'EBIT dès 2015 : quel sens donner à cet objectif ?

$$\begin{array}{ccccc} \text{PROFITABILITÉ} & \times & \text{INTENSITÉ CAPITAUX} & = & \text{RENTABILITÉ} \\ \text{EBIT} & & \text{Chiffre d'affaires} & & \text{EBIT} \\ \text{Chiffre d'affaires} & & \text{Capitaux engagés} & & \text{Capitaux engagés} \end{array}$$

EADS fin 2012

4%

x

1,9

=

8%

En considérant l'intensité capitalistique actuelle du groupe EADS, l'objectif d'EBIT de 10% équivaut à une rentabilité hors norme de près de 20%

EADS 2.0 (objectif)

10%

x

1,9

=

19%

Un taux d'EBIT de 6% - par hypothèse - niveau que le groupe devrait retrouver rapidement sous l'effet de l'amélioration mécanique des résultats, lui permettrait de présenter une rentabilité d'un bon niveau, supérieure à 10%

Hypothèse

6%

x

1,9

=

11%

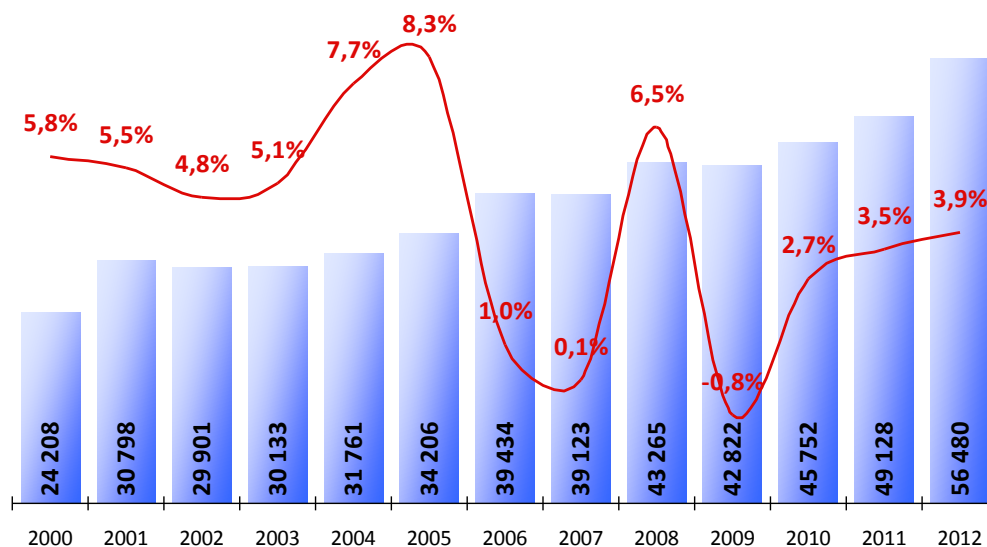
Les objectifs du groupe sont calqués sur le benchmark financier... ce qui pose d'emblée des limites à l'appréciation de la performance

- Le leitmotiv du management du groupe (T. Enders) est de faire d'EADS une « entreprise normale », c'est-à-dire sans intervention des États et :
 - ▶ capable d'attirer les investisseurs (actionnaires) par des rendements élevés
 - ▶ qui trouve dans ses propres ressources les moyens pour s'autofinancer et servir ses actionnaires
- L'argumentaire de la performance d'un EBIT à 10% nous semble réducteur :
 - ▶ **Le taux de marge n'a de sens que rapporté aux capitaux engagés** : la rentabilité est le critère d'appréciation des investisseurs
 - ▶ Le **benchmark financier a des limites**, liées aux différences de référentiels : référentiel comptable ou économique (portefeuille d'activités, équilibre civil-défense, cycle industriel...)
 - *Airbus et Boeing n'appliquent pas les mêmes normes comptables. Airbus calcule sa rentabilité en opposant le prix de production unitaire par avion à son prix de vente à la livraison, tandis que Boeing établit un prix moyen sur la durée du programme, pour un nombre d'avions donné, et passe l'éventuel écart de recette en provisions. Le fort différentiel de marge entre Airbus aviation commercial (4,6%) et Boeing aviation commercial (11,6%) n'est pas en soi un indicateur de performance*
 - *EADS est essentiellement (70% via Airbus et même 75% via les activités civiles d'Eurocopter) sur l'aéronautique civile, contrairement à Boeing (50-50), dont une partie de l'activité défense est indirectement subventionnée par la puissance publique, via des marges importantes garanties*
 - *Enfin, deux caractéristiques majeures d'EADS expliquent en partie son taux de marge :*
 - il a connu des déboires pour l'A 380 puis pour l'A400M, tout en supportant les coûts de développement d'un nouvel avion (A 350)
 - EADS est un groupe issu d'une juxtaposition d'entités issues de fusions européennes successives (Airbus, Eurocopter notamment, mais aussi Astrium) et n'est pas encore très intégré...
 - **Enfin, on peut s'interroger sur la fin du modèle EADS / Airbus : c'est bien à l'origine une volonté politique de créer un pôle européen fort qui a conduit les États à investir dans cette entreprise, ce qui a assis le succès d'Airbus aujourd'hui**

Les objectifs de profitabilité sont très éloignés des performances historiques du groupe

Malgré un environnement macroéconomique complexe, le groupe combine, en 2012 comme en 2011, croissance des activités et amélioration de ses résultats. En 2013, la croissance devrait être modérée et le résultat opérationnel en hausse.

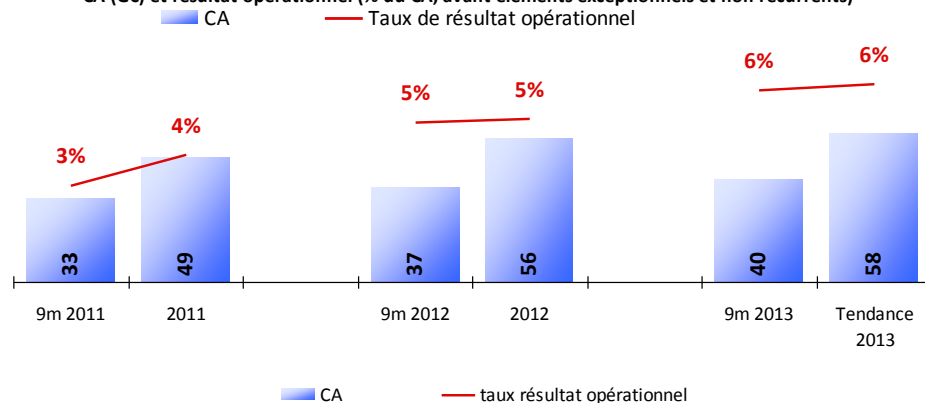
CA du groupe (M€) et résultat opérationnel (% du CA)



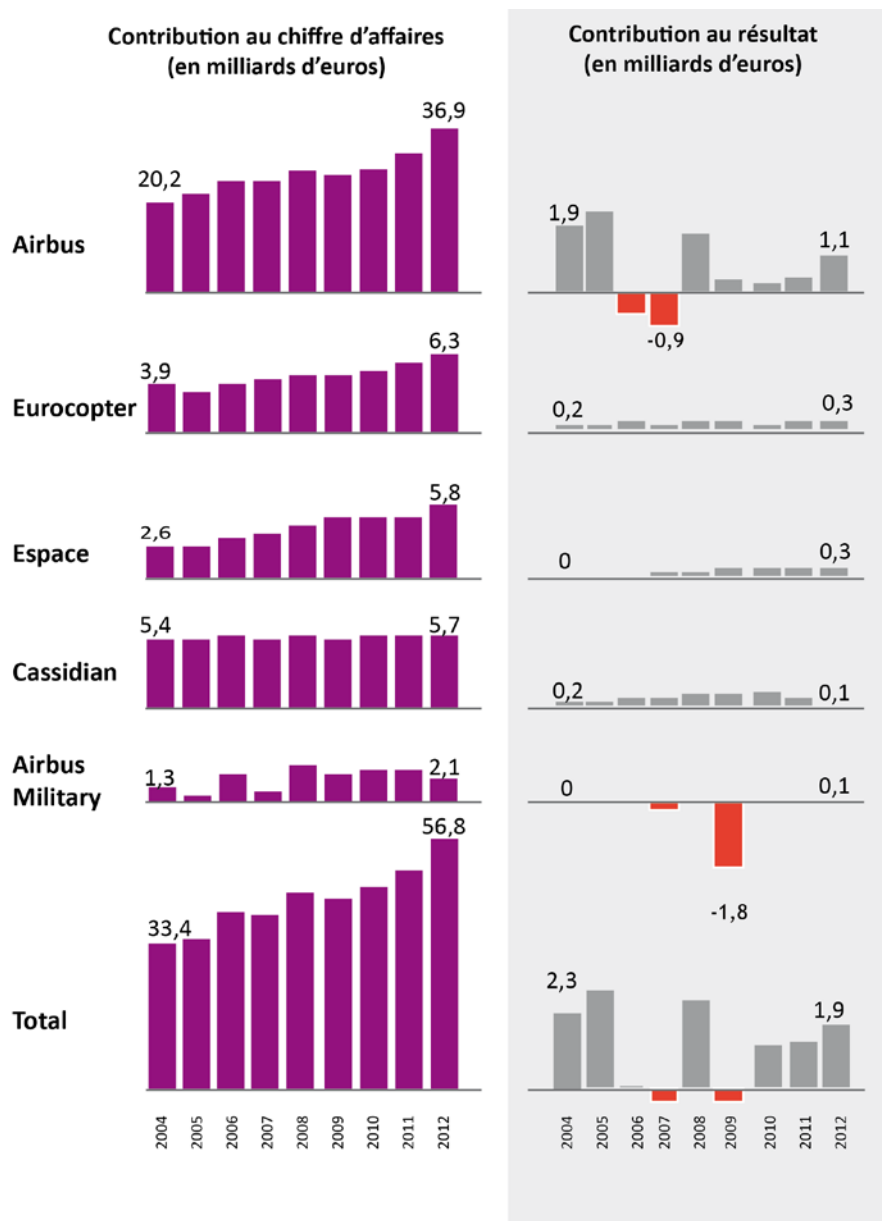
« EADS 2.0 » :
objectif
10% EBIT en 2015

Les objectifs financiers fixés à court terme sont très au-delà de la profitabilité historique groupe

CA (G€) et résultat opérationnel (% du CA, avant éléments exceptionnels et non récurrents)



Airbus est le principal « driver » des résultats...



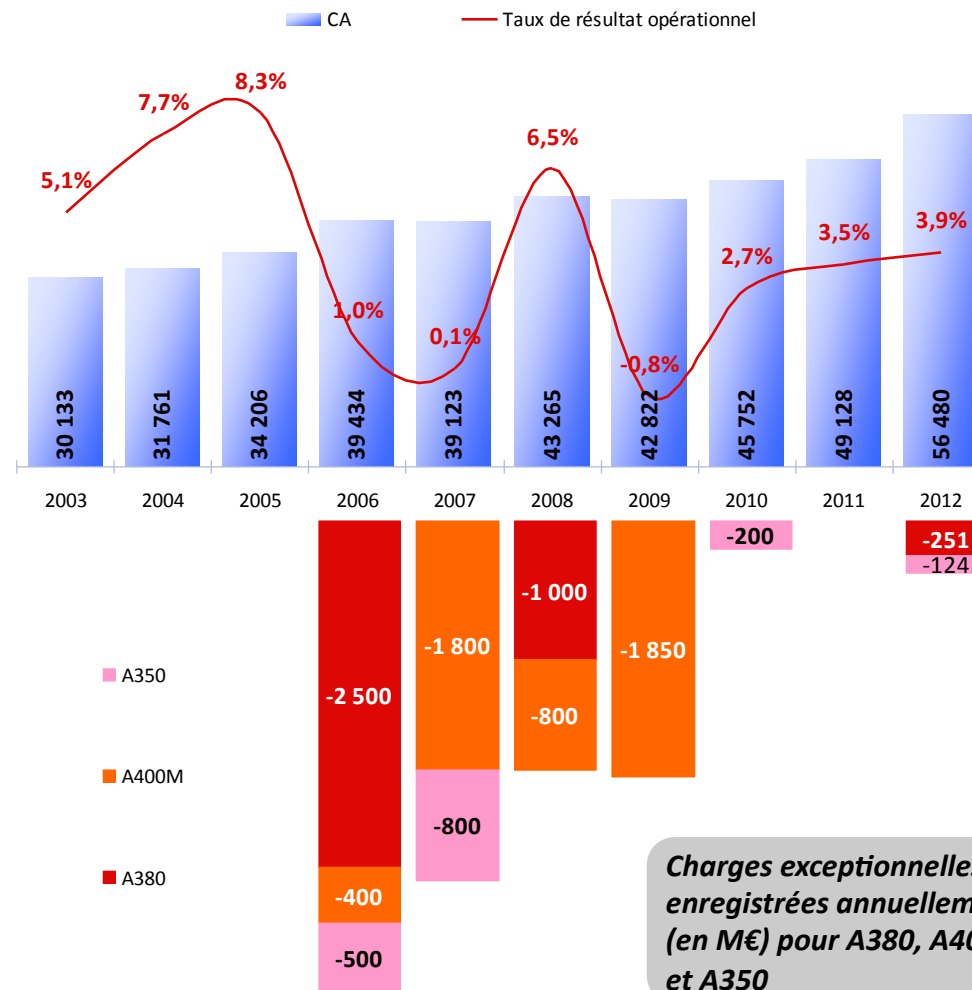
- **L'amélioration des résultats est portée par Airbus**, avec une croissance du chiffre d'affaires et de la profitabilité qui atteint **6,2%** en 2013
- **Eurocopter** : stabilité du chiffre d'affaires en 2013 et léger recul de la profitabilité, qui reste néanmoins à **5,3%**
- **Espace** : croissance modérée du chiffre d'affaires et de la profitabilité, qui est de **5,1%** en 2013
- **Cassidian** : stabilité du chiffre d'affaires et de la profitabilité, qui est la moins élevée du groupe (**4,4%** en 2013)

... et des pertes : les résultats sont très affectés par les difficultés rencontrées sur les trois principaux programmes en développement

Les surcoûts de développement dégradent lourdement les résultats... Or, ils disparaîtront à l'horizon 2016, à l'achèvement des développements et redesigns A380, A400M et A350. Pendant les dix années suivantes, EADS ne procédera qu'à des évolutions de plateforme Airbus

Autrement dit : le redressement des résultats à l'horizon 2016 est déjà en partie acquis, sans plan de restructuration

CA du groupe (M€) et résultat opérationnel (% du CA)



Charges exceptionnelles enregistrées annuellement (en M€) pour A380, A400M et A350

La réorganisation « Airbus Group » vise une réduction drastique de coûts

La transformation d'EADS en Airbus Group et la **réorganisation en trois divisions** visent avant tout à rendre les **activités plus lisibles pour les marchés** et à rechercher des **réductions de coûts**, dans le cadre de la feuille de route d'augmentation des rendements pour les actionnaires (« Flightpath 2015 »).

- **Trois nouvelles divisions, avec la création d'une « méga division » Defense & Space :**
 - ▶ Airbus, chargé de toutes les activités avions commerciaux (ex-Airbus)
 - ▶ Airbus Helicopters, qui regroupera toutes les activités d'hélicoptères civils et militaires (ex-Eurocopter, faisant au passage disparaître une marque emblématique)
 - ▶ Airbus Defense & Space, qui devient le pôle des activités spatiales et de défense du groupe et regroupera aussi les avions de transport militaire (A400M)
- **La création de ce pôle Defence & Space regroupera Cassidian, Astrium et Airbus Military**
 - ▶ Cette nouvelle division rassemble 45 000 personnes et représente un chiffre d'affaires annuel d'environ 14 Md€. Elle sera dirigée par B.Gerwert et sera organisée en quatre pôles :
 - *Military Aircraft (D. Urena-Raso)*
 - *Space Systems (F. Auque)*
 - *Communication, Intelligence & Security Systems (E. Dudok)*
 - *Equipment (T. Müller)*
- **Les synergies commerciales restent à démontrer. La recherche de profitabilité passera d'abord par une réduction drastique des coûts, mais avec des contraintes de souveraineté fortes à prendre en compte au sein de Space Systems (M51 et programmes Ariane)**

5 800 suppressions d'emplois dans un groupe rentable

Le plan présenté le 9 décembre 2013 au comité européen :

- « Regroupement des sites et simplification des entités légales » = *fusions* (1 entité par pays) et *fermetures de sites*
- « Réduction de 5 800 postes dans la division DS », dont 500 dans les fonctions « corporate »

■ La destruction d'emploi est majeure :

- ▶ 1 500 redéployés vers Airbus et Eurocopter... ce qui, dans un contexte de baisse de charge importante dans les cinq ans (fin des principaux programmes projets, sans relais de grands développements), signifie un ajustement avec les sous-traitants → impact territorial majeur (région toulousaine notamment)
- ▶ 1 300 contrats temporaires non renouvelés
- ▶ 1 500 départs volontaires
- ▶ entre 1 000 et 1 450 seraient sans solution

■ Une stratégie de communication agressive :

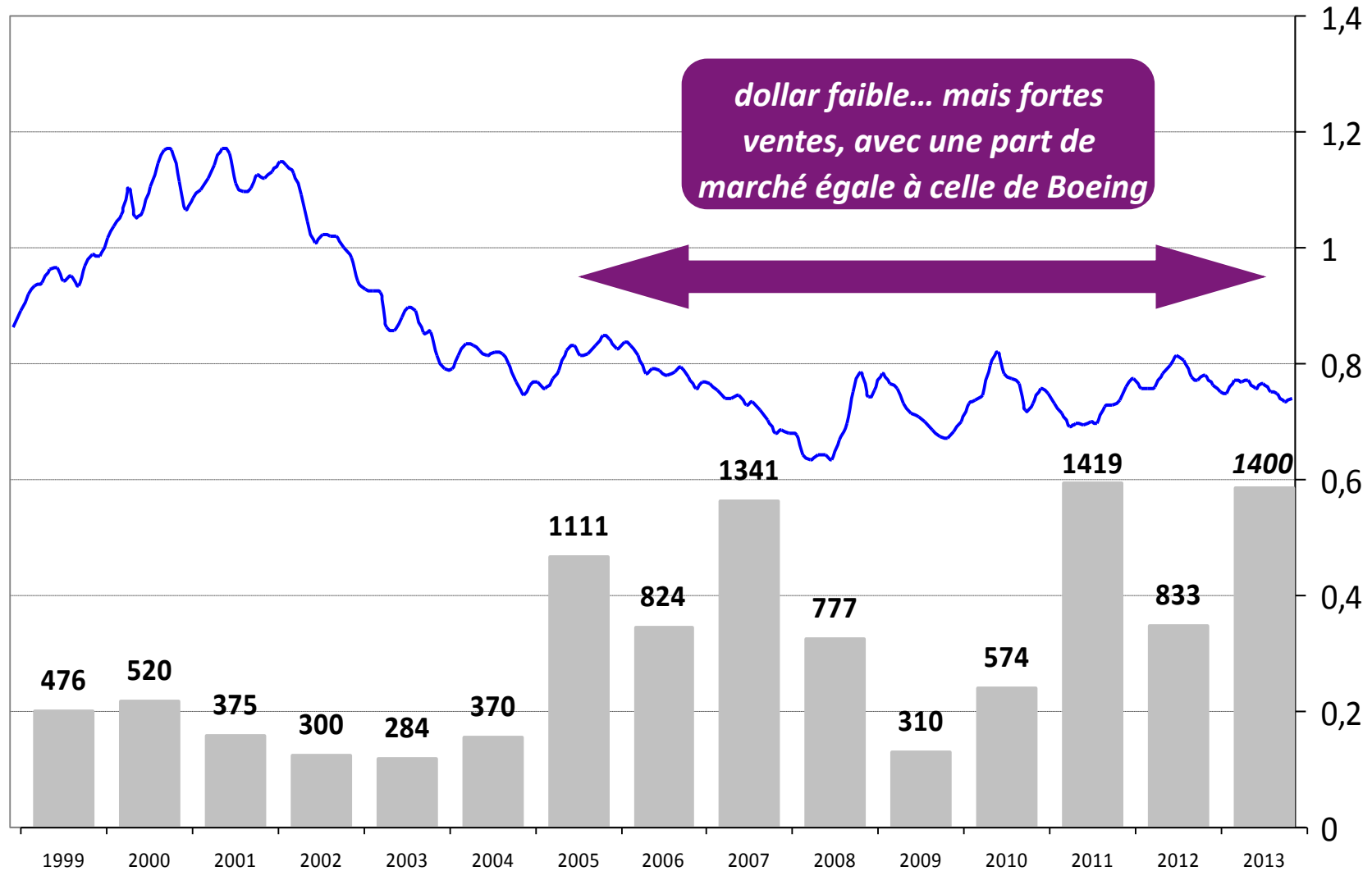
- ▶ Incitation « forte » à négocier avec les syndicats des accords de compétitivité comme seule alternative aux licenciements secs
- ▶ Répétition d'éléments de langage sur le supposé « surcoût » européen du travail, en faisant l'impasse sur les compétences sous-jacentes, qui ont permis l'extraordinaire succès Airbus

■ Pas de déclaration à ce jour sur les possibles cessions d'activités supplémentaires

- ▶ La vente de la filiale Cassidian Test & Services (bancs de test pour les équipements aéronautiques) était prévue avant ces annonces de début décembre
- ▶ Avions militaires et Espace sont considérés comme stratégiques. Les déclarations de la direction de la Stratégie concernant les Equipements et Communication sont moins explicites.

La parité monétaire : en termes de ventes, un faux débat ?

Cours USD/EUR moyenne mensuelle et commandes Airbus



La notion de « compétitivité » et la parité € / \$

- Discours récurrent : la parité jouerait défavorablement vis-à-vis d'Airbus... Peut-être, mais cela n'empêche pas l'envolée des ventes...
- ... cette croissance étant largement due à une compétitivité hors coûts : les compagnies aériennes arbitrent en faveur du meilleur rapport qualité / prix, ce qui souligne le bon positionnement d'Airbus

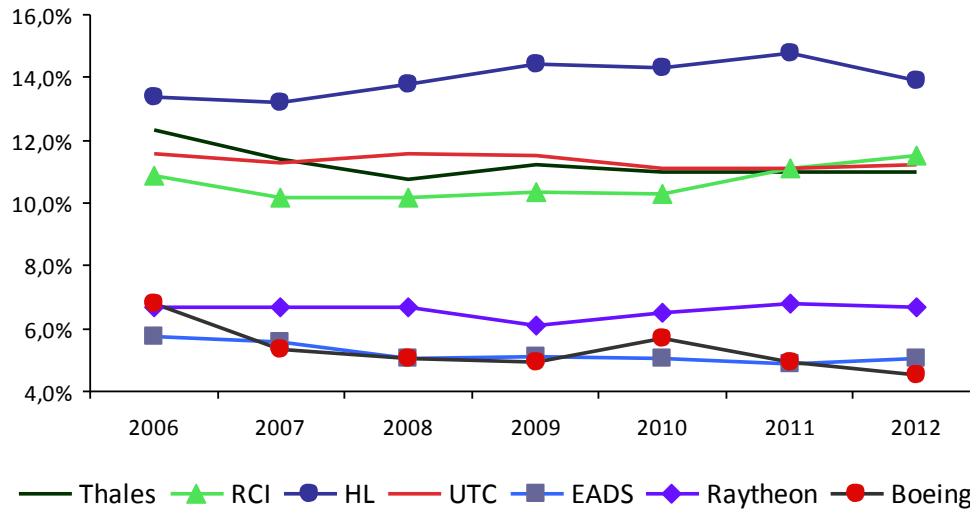
EADS 2.0 et la rentabilité... au service de la rentabilité des capitaux

- La parité € / \$ rogne les marges et les résultats d'Airbus, mais bien moins que les difficultés rencontrées sur les grands développements
 - ▶ En outre, la moitié des coûts du groupe à fin 2012 était libellée en dollars, contre 44% en euros
- C'est bien la rentabilité qu'il s'agit d'améliorer, au profit des capitaux investis par les actionnaires plutôt qu'au service du groupe et de sa croissance

Le management d'EADS insiste régulièrement sur la nécessité d'améliorer la compétitivité du groupe. Or, celle-ci est meilleure qu'il n'y paraît : le discours fait l'impasse sur la compétitivité hors coûts, particulièrement prégnante pour les produits à très fort contenu technologique et les activités de process d'EADS

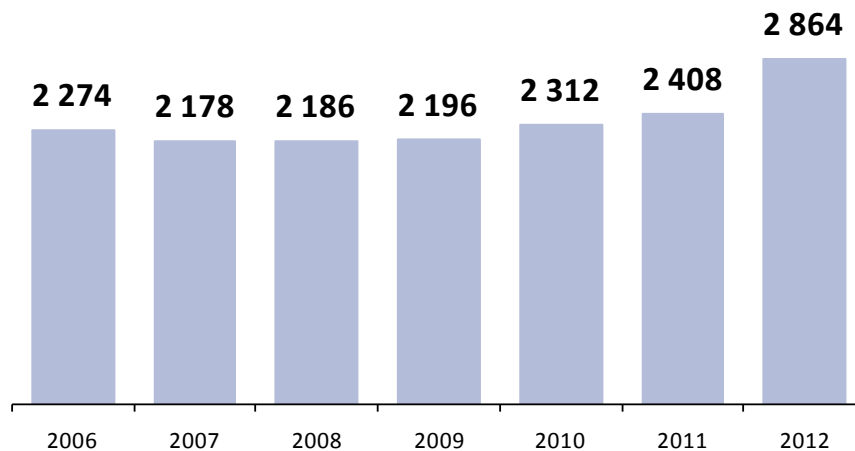
Comparaison EADS / autres groupes : les coûts de fonctionnement ne sont pas plus qu'ailleurs, leur réduction sera symbolique et en décalage avec l'objectif d'amélioration de l'EBIT

Frais généraux et administratifs en % du CA

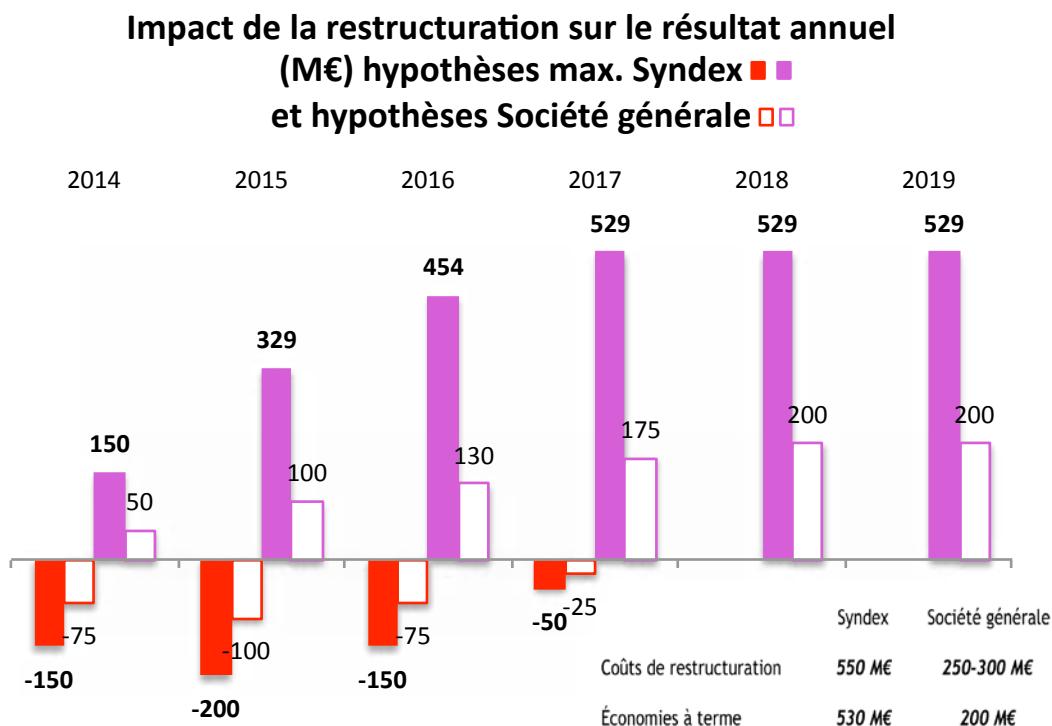


Les « surcoûts » induits par l'organisation « anormale » et sous-optimale du groupe ne le placent pas dans une situation atypique : ses coûts de structure sont extrêmement comparables à ceux de Boeing, et largement inférieurs à ceux d'autres industriels, pourtant plus profitables

Frais généraux et administratifs EADS - M€



Une économie significative ? La recherche, plutôt, d'un effet psychologique aux effets comptables symboliques

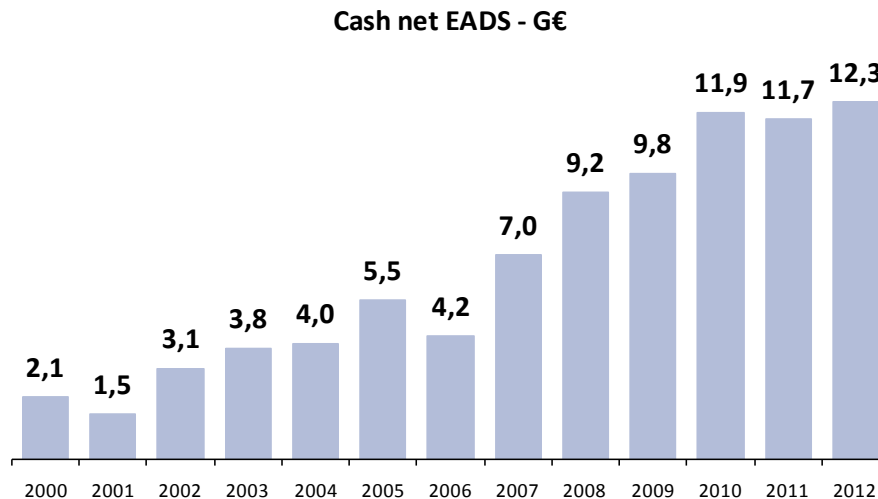


5 800 postes supprimés, c'est-à-dire :

- 2014-2016 : des coûts non récurrents liés au traitement social, diminuant l'EBIT d'autant
- à partir de 2016 : des économies récurrentes « plein volume », améliorant l'EBIT à due proportion

- Raisonement théorique : 1 salarié = coût complet moyen annuel d'environ 100 K€ (salaires + quote-part de frais fixes type immobilier, informatique, frais administratifs...)
- Coûts de restructuration proportionnés aux précédents plans de restructuration
- L'économie générée en année pleine (au-delà de 2017) représenterait un peu plus de 500 M€, soit moins de 1% du chiffre d'affaires sur la base d'un chiffre d'affaires à 60 Md€

En d'autres termes, l'amélioration de 4 à 5 points de l'EBIT ne proviendra pas du plan de suppression de postes, dont l'effet recherché est politique (choc) et de l'ordre du symbole, plus qu'économique



- **Un discours alarmiste et forçant le trait ; il n'y a pas péril en la demeure quand :**
 - ▶ on est le premier avionneur mondial
 - ▶ on dispose du carnet de commandes d'EADS (642 Md€ à fin octobre)
 - ▶ trois États sont présents au capital, peu susceptibles d'abandonner le pivot industriel d'activités souveraines comme la force de dissuasion française (M51) et l'accès à l'espace (Ariane)

Été 2012 : EADS annonce réfléchir à l'achat d'une licence bancaire pour protéger les placements de son abondante trésorerie, notamment pour sécuriser les développements A350

Fin 2013 : EADS annonce devoir améliorer ses résultats, pour faciliter son accès au crédit (lettre du PDG aux salariés du 09/12/213)... et ce alors que :

- les principales charges de développement sont dans les comptes passés
- le cash généré par les activités ne cesse de croître

L'entreprise « normale » signe la fin d'une ambition européenne

EADS est né d'une volonté politique sans précédent en Europe, avec l'annonce du 14 octobre 1999 à Strasbourg

Le groupe incarne les succès et revers de la construction européenne, et est systématiquement cité en France, notamment comme l'exemple à reproduire dans d'autres secteurs industriels (EADS des torpilles, EADS naval, EADS des énergies renouvelables...)

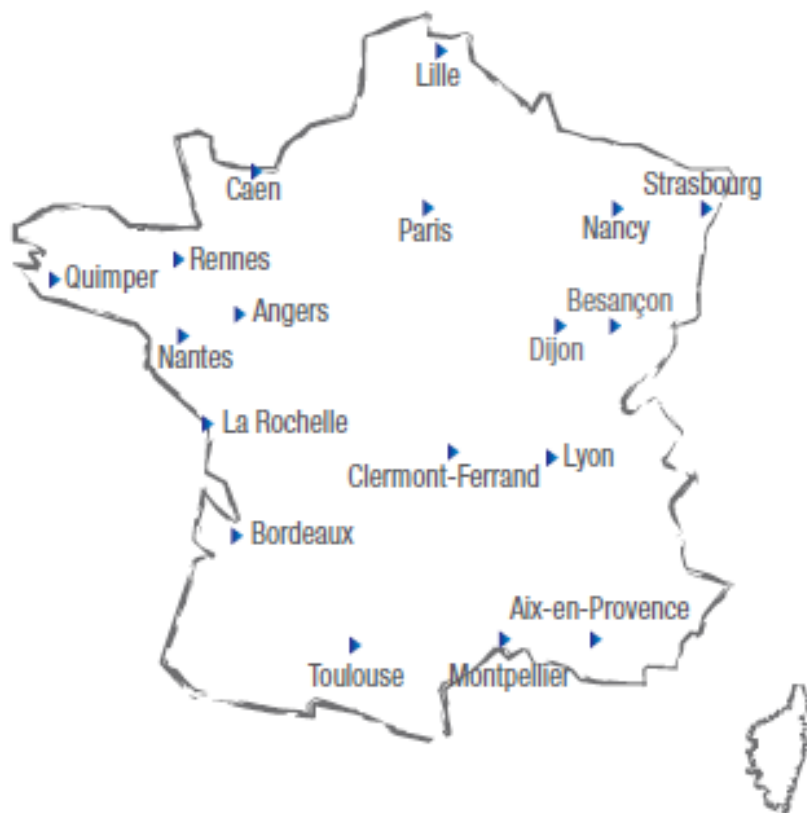
■ La définition du concept « d'entreprise normale » à travers les déclarations récentes n'est pas rassurante :

- ▶ pression sur les salariés et les IRP avec le chantage aux licenciements secs et aux accords compétitivité-emploi
- ▶ maximisation du cash prioritairement pour l'actionnaire (rachat d'actions et versement de dividendes en hausse)
- ▶ pas de vision long terme, alors que les activités sont portées par des cycles d'autant plus longs...
- ▶ ... que ceux-ci correspondent aux exigences de souveraineté et de politique étrangère des Etats actionnaires, clients et soutiens...
- ▶ ... dont EADS/Airbus cherche à s'affranchir

L'exigence de normalité sonne le glas d'une tentative unique de coopération transnationale en Europe, au-delà des cadres bi- ou trilatéraux classiques, initiée il y a plus de 40 ans avec Airbus

Certes, EADS et Airbus sont d'ores et déjà largement internationalisés, mais l'équilibre franco-allemand initial perdure...

... malgré les aléas et sans que cette originalité ait empêché des succès uniques sur les plans technologiques, commerciaux et industriels, comme sur le plan social et politique



Catherine GUILLON

05-61-12-67-24

06-58-60-81-75

c.guillon@syndex.fr

Arnaud NEGRI

01-44-79-14-69

06-73-91-96-67

a.negri@syndex.fr

RETROUVEZ NOS TRAVAUX ET ANALYSES SUR WWW.SYINDEX.FR