

## **Marché des capitaux et industries de défense**

Mehdi Bouchenak, Consultant CEIS  
(8 janvier 2009)

**Avec le soutien du Chear**

Document extrait du rapport FRS  
« *Globalisation et gouvernance des entreprises d'armement* »  
rédigé par Hélène Masson, Mehdi Bouchenak et Cédric Paulin en mars 2008 (165 p.)

Édité et diffusé par la Fondation pour la Recherche Stratégique  
27 rue Damesme – 75013 PARIS

ISSN : 1966-5156

ISBN : 978-2-911101-41-0

EAN : 9782911101410

# SOMMAIRE

<b>1 – Approche financière des entreprises de défense.....</b>	<b>7</b>
1.1 – Analyse financière des entreprises de défense :	
une approche comparative .....	8
1.1.1 – Périmètre d’analyse .....	8
1.1.2 – Cadre de valorisation.....	10
1.2 – Approche des paramètres environnants : tentative de formalisation.....	12
1.3 – Panorama des risques et notations .....	15
<b>2 – Positionnement et perception des entreprises de défense européennes.....</b>	<b>20</b>
2.1 – Spécificités des entreprises européennes de défense .....	21
2.2 – Performance et séries boursières .....	23
2.3 – Analyse boursière de notre échantillon .....	34
<b>3 – Conclusions : Spécificités des entreprises de défense européennes .....</b>	<b>35</b>
3.1 – La rentabilité et le risque de change mis en cause.....	35
3.2 – Un environnement difficilement appréciable... ..	36

L'industrie de l'armement revêt une dimension hautement stratégique, du fait de son niveau technologique et de sa dimension politique. Depuis les années 1990, les vagues de restructurations ont donné naissance à des groupes diversifiés. A l'image de l'industrie aéronautique, l'industrie de la défense demeure très cyclique et lourde en investissements, avec des rendements qui ne sont perceptibles qu'à très long terme. Par rapport à d'autres industries, dites traditionnelles comme l'automobile, la structure capitaliste des entreprises de défense présente des caractéristiques singulières. En effet, et comme soulignée dans la première partie de l'étude, la particularité réside dans le fait que le capital est souvent « verrouillé » à l'aide de pactes d'actionnaires et de *golden shares*, mais aussi avec une participation de l'État plus ou moins importante. Le caractère hautement stratégique de ce secteur empêche un fractionnement du capital, qui pourrait donner lieu à des opérations de fusion-acquisition initiées par des opérateurs externes, sur lesquelles la visibilité pourrait être faible.

De plus, le secteur de la défense se caractérise par son environnement économique très spécifique :

- une structure de marché oligopolistique ;
- un marché tiré par les contrats publics, donc lié à des orientations politiques de moyen et long termes ;
- une R&D au cœur de la stratégie industrielle ;
- une diversité croissante des actionnariats du fait des privatisations et des fusions.

Néanmoins, les spécificités de cette industrie semblent convenir aux marchés financiers en offrant aux analystes financiers une opportunité de diversifier leur portefeuille. Le statut qui est assigné à ces entreprises n'est pas celui des firmes de la nouvelle économie, à l'image des start-up, faisant l'objet de spéculations passagères et susceptibles d'être emportées dans des krachs boursiers. Les grands groupes de l'armement sont perçus comme reposant sur des « fondamentaux » autrement plus solides, trouvant leur racine dans la permanence du rôle de la défense<sup>1</sup>. La reconnaissance de ce statut particulier est assez récente. Les analystes financiers américains n'ont doté le secteur national de la Défense d'une identité propre qu'en 2001<sup>2</sup>, étant disséminé jusqu'ici dans des secteurs et des indices plus généraux.

Une note de Merrill Lynch<sup>3</sup> soutient cette analyse en indiquant que les entreprises du secteur de l'armement<sup>4</sup> sont des valeurs défensives, c'est-à-dire que ce secteur d'activité demeure en grande partie protégé des aléas économiques conjoncturels<sup>5</sup> (ex : crise boursière ou menace de récession aux États-Unis). Ce rapport souligne la dimension contracyclique de ces valeurs en

---

<sup>1</sup> *La finance mondialisée*, sous la direction de François Chesnais, éditions la Découverte, avril 2004.

<sup>2</sup> Création de l'*AMEX Defense Index* (DFI) le 23 octobre 2001.

<sup>3</sup> *Defense yin and yang*, Industry overview – Merrill Lynch 15 janvier 2008.

<sup>4</sup> Cette étude est fondée sur des entreprises de défense américaines (dont Bae Systems).

<sup>5</sup> Depuis le début de la crise des *subprimes* (juillet 2007), le CAC 40 a perdu plus de 50 % de sa valeur, alors que les groupes à dominante défense comme Bae Systemes, Qinetiq, Cobham, etc. ont perdu entre 15 % à 30 %.

signalant que la performance des sociétés de défense a été, au cours des deux dernières récessions<sup>6</sup>, supérieure à l'indice S&P 500 de 17,4 % en moyenne. Malgré ces atouts, Merrill Lynch adopte une attitude neutre sur le long terme en démontrant qu'en fonction de leur degré de sensibilité à l'environnement politique<sup>7</sup> et à la réglementation en vigueur (et à venir), l'effet contracyclique peut être atténué, voire neutralisé, en fonction des titres. En effet, le degré de sensibilité d'une entreprise de défense va différer en fonction de son niveau d'exposition au marché de la défense. Certaines entreprises, comme Rolls Royce, offrent un portefeuille d'activités extrêmement diversifié avec une grande part de services<sup>8</sup>, ce qui rend ces entreprises moins vulnérables, aux yeux des analystes financiers, aux aléas environnants. D'autres entreprises, comme BAE Systems, peuvent présenter un niveau de performance très intéressant mais avec un profil de risque plus élevé, ce qui justifie une décote de la valeur.

### Évolution de l'indice défense de ML : Période 1986 – 2007



Source: Merrill Lynch Sector Strategy

<sup>6</sup> Juillet 1990 à mars 1991 et de mars 2001 à novembre 2001.

<sup>7</sup> Sur le cas américain, les analystes financiers anticipent une réduction du budget de défense si un démocrate venait à être élu à la Maison Blanche.

<sup>8</sup> Généralement, les analystes financiers perçoivent les services liés à ce marché tels l'externalisation (*outsourcing*) et le maintien en condition opérationnelle (*through life support*) comme des facteurs atténuant d'exposition aux risques environnants, surtout en période de forte instabilité des marchés financiers.

## **1 – Approche financière des entreprises de défense**

Les caractéristiques intrinsèques aux entreprises de défense conduisent à une analyse financière particulière, notamment par la prise en compte des aspects environnants du secteur « Aéronautique-Armement ». L'analyse financière de cette industrie repose bien entendu sur l'analyse des multiples financiers<sup>9</sup> mais aussi sur l'analyse de l'environnement lié à ses activités. Ce secteur étant largement tributaire des commandes publiques, des orientations politiques et de l'état du monde, **les analystes financiers accordent autant d'importance à ces paramètres exogènes qu'à l'analyse financière pure**<sup>10</sup>.

Sur le plan financier, l'analyse des entreprises de défense est soumise à une évaluation classique, à l'image des entreprises aux activités strictement civiles. On retrouve principalement une analyse par les multiples financiers (voir tableau ci-dessous), c'est-à-dire des indicateurs de valorisation d'une entreprise. Ces indicateurs ont l'avantage d'être comparables entre secteurs, ce qui permet de situer une entreprise dans un secteur bien identifié, dans notre cas « Aéronautique-Armement », et ainsi de mieux appréhender son positionnement et ses performances.

Les entreprises de défense sont caractérisées par une trésorerie (« *Cash Flow* ») particulièrement excédentaire avec un niveau d'endettement (*Leverage*) assez bas. Par convention et par similitudes, les industries aéronautiques et de défense sont regroupées dans le même sous-agrégat<sup>11</sup> « Aéronautique-Armement » ou « Aéronautique-Défense », ce qui permet un certain rapprochement dans les méthodes d'analyses. Comme nous l'avons souligné auparavant, si une décision d'investissement devait être effectuée sur une valeur de défense, l'analyste ne porterait pas sa décision uniquement sur la base d'une simple analyse financière. Étant donnés les très bons fondamentaux de ces entreprises, les analystes accorderont plus d'attention aux variables environnantes, comme la politique de défense, l'évolution des budgets ou encore l'évolution de la menace. Hormis les dépenses de défense qui restent mesurables, les paramètres environnants présentent la difficulté de ne pas être quantifiables, ce qui rend l'exercice particulièrement complexe, incitant à l'élaboration d'études empiriques approfondies. L'anticipation des décisions politiques étant un travail toujours subjectif, chaque analyste se doit d'exprimer la probabilité de réalisation de tel ou tel événement et d'appliquer un principe de prudence dans ses recommandations. Il est obligatoire de mettre en lumière les risques qui pourraient

---

<sup>9</sup> « La méthode des multiples est, avec la méthode optionnelle et l'évaluation par les flux de trésorerie disponibles, une des trois principales méthodes d'évaluation d'une entreprise. Cette méthode est fondée sur l'observation d'un échantillon d'entreprises comparables (taille, secteur, taux de croissance, risque) pour lesquelles on observe des rapports entre leur valeur (boursière ou de transaction si elles ont été récemment vendues) et des paramètres de l'entreprise à évaluer (résultat d'exploitation, résultat net, capitaux propres). Les multiples moyens ou médians obtenus sont ensuite appliqués aux paramètres financiers de l'entreprise à évaluer ». Source : Finance d'entreprise – Pierre Vernimmen pages 508 et 851.

<sup>10</sup> Il existe deux méthodes pour analyser une entreprise, l'analyse fondamentale et l'analyse technique (*charting*). La première repose sur une valorisation économique de l'entreprise en se fondant sur des données comptables (Chiffre d'affaires, résultat d'exploitation, Trésorerie, etc.), la seconde est plutôt fondée sur l'analyse des cours de bourse et des volumes passés d'un titre pour en déterminer des indicateurs « techniques » (ex : indicateur de force relative [RSI] ou encore la stochastique).

<sup>11</sup> Le sous-agrégat « Aéronautique-Défense » faisant partie de l'agrégat « Investissement industriel » (*Capital Goods*).

avoir un effet sur la valeur en cas d'événements contraires à l'avis de l'analyste. La parfaite distinction entre fait et opinion est donc primordiale, surtout dans ce secteur stratégique.

### Paramètres généralement considérés dans l'analyse des entreprises de défense

Paramètres quantitatifs (PQ)	Paramètres environnants (PE)
<p><b>Analyse fondamentale commune</b> : Multiples couramment utilisés dans l'analyse des entreprises, également appliqués à l'analyse du secteur « Aéronautique-Armement »</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- P/E :</li> <li>- EV/EBITDA :</li> <li>- EV/Sales<sup>12</sup> :</li> <li>- P/S : Price to sell</li> <li>- P/BK : Price to Book</li> </ul>	<p><b>Politique de la nation où l'entreprise est implantée</b> : tendance politique, positionnement sur la scène internationale, impact de la réglementation sur les marchés publics, impact de la régulation (exportation, contrôle du capital)</p> <p><b>Politique et budget de défense</b> : montants actuels, tendances et prévisions</p> <p><b>Évolutions géopolitiques et géostratégiques mondiales</b> : essentiellement la perception et l'évolution de la menace</p> <p><b>Opinion publique</b> : perception de l'opinion publique sur les activités de défense</p> <p><b>Évolution des matières premières, etc.</b></p>
<p><b>Analyse comparative (benchmark)</b> : Paramètres pris en compte pour valoriser les entreprises du secteur « Aéronautique-Armement »</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Capacité à créer de la valeur</li> <li>- Capacité à être rentable</li> <li>- Capacité à gérer la trésorerie</li> </ul>	
Paramètres complémentaires (PC)	
<p><b>Risque interne</b> : politique et management (aspects gouvernance), niveau de diversification, niveau d'exposition au dollar, etc.</p> <p><b>Transparence</b> : Implication dans des affaires de corruption, délits d'initiés, etc.</p> <p><b>Réputation</b> : capacité à honorer ses carnets de commande (gestion de l'approvisionnement, gestion du projet, etc.)</p>	

## 1.1 – Analyse financière des entreprises de défense : une approche comparative

### 1.1.1 – Périmètre d'analyse

Au-delà de l'analyse des multiples, il convient d'approfondir l'analyse financière comparative qui prévaut dans ce secteur d'activité. Cette approche permet de situer une entreprise dans son

<sup>12</sup> « Le ratio Ev / Sales est le multiple du chiffre d'affaires. Il permet d'évaluer l'entreprise sur la base d'un coefficient multiplicateur des ventes. Exprimer la valeur de l'entreprise en pourcentage du chiffre d'affaires introduit l'idée d'une rentabilité normative. On n'achète pas l'entreprise à partir de sa capacité bénéficiaire, mais à partir d'une capacité normative, elle-même calculée en pourcentage du chiffre d'affaires. Cette méthode peut être pertinente dans le cadre de petites entreprises, en aucun cas pour des moyennes et grandes entreprises. » Source : Finance d'entreprise – Pierre Vernimmen chapitre 28.

secteur d'activité et ainsi d'apprécier ses performances comparativement à ses concurrents. L'analyse financière s'attèle à observer 3 grandes variables économiques, à savoir :

- La création de valeur ;
- La rentabilité (profitabilité) ;
- La trésorerie.

La création de valeur pour les investisseurs, et par extension pour les actionnaires, est un indicateur de performance de l'entreprise. Cela revient à faire en sorte que la rentabilité des actifs mis en place et les futurs projets d'investissements soient supérieurs au coût du capital. Aussi, pour apprécier cette performance les analystes financiers vont étudier un panel d'indicateurs de rentabilité, tels que :

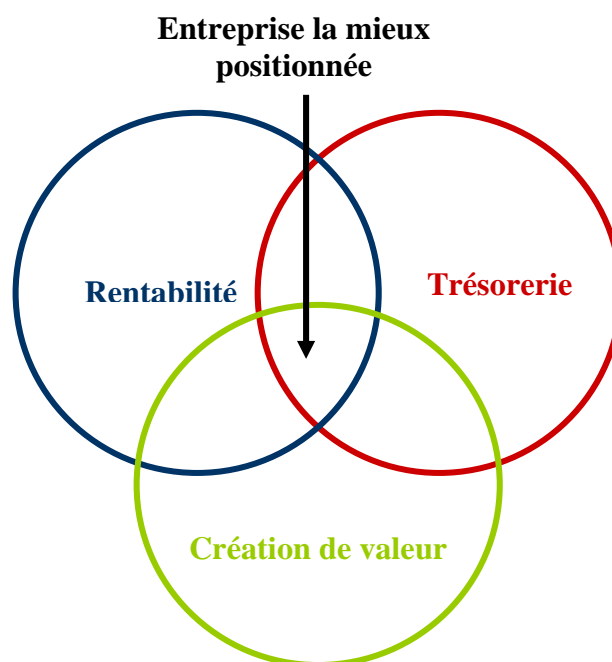
- La part de trésorerie disponible (*free cash flow*) revenant aux actionnaires ;
- L'évolution du dividende ;
- La rentabilité des capitaux investis (*Return on capital – ROC*) ;
- La rentabilité économique (*Return on Investment and Capital – ROIC*) ;
- Le coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) ;
- La performance boursière sur une période donnée (optionnel).

L'observation de la rentabilité, ou encore la profitabilité, va aussi entrer en compte dans l'analyse de variables comptables, telles que :

- L'évolution du chiffre d'affaires ;
- L'évolution du résultat d'exploitation (*EBIT*) ;
- L'évolution de l'excédent brut d'exploitation (*EBITDA*) ;
- L'évolution du bénéfice par action (*EPS*) ;
- L'évolution du ratio carnet de commande (*Backlog*) sur chiffre d'affaires.

Enfin, l'analyse comparative s'attèle aussi à juger de l'état ainsi que de l'évolution du flux de trésorerie (*Free Cash Flow*).





### **1.1.2 – Cadre de valorisation**

L'analyse financière ne s'arrête pas au simple calcul des différentes grandeurs économiques. A l'image de l'approche par les facteurs clés de succès<sup>13</sup>, très répandue en stratégie, l'analyste financier va par la suite procéder à la notation<sup>14</sup> de chaque variable énoncée auparavant pour permettre une comparaison, en termes de performance, entre chaque entreprise. Le système de notation varie en fonction des banques d'affaires. Néanmoins, on observe empiriquement que la notation varie entre 1 (meilleure note) et 5 (la plus mauvaise). La note finale est obtenue par la moyenne – à pondération égale – des trois grandes variables (création de valeur, rentabilité et trésorerie). Le tableau ci-dessous illustre un classement de performance entre 5 entreprises de défense américaines opéré par la banque d'affaires Merrill Lynch.

---

<sup>13</sup> Les FCS sont des paramètres, quantitatifs ou qualitatifs, permettant de juger de la compétitivité d'une entreprise dans un secteur donné par rapport à ses concurrents. Ces données sont souvent utilisées pour permettre une étude comparative type *benchmark*. Comme le soulignait Gérard Garibaldi dans son ouvrage *Analyse Stratégique* « les FCS sont des éléments sur lesquels se fonde prioritairement la lutte concurrentielle. Ils sont à rechercher dans l'environnement au niveau des types de clients ».

<sup>14</sup> La notation est à discrétion de l'analyste. Elle est fondée sur sa seule et unique appréciation, elle est par conséquent complètement subjective. Néanmoins, les items soumis à notation étant mesurables, l'évaluation de l'analyste incite à une certaine objectivité.

### EXEMPLE DE NOTATION POUR UNE ANALYSE COMPARATIVE

	GD	LLL	LMT	NOC	RTN
<b>PROFITABILITY</b>					
Sales growth	1	2	4	5	3
EBIT margin expansion	5	4	3	1	2
EBITDA margin expansion	5	4	3	1	2
EPS growth	3	1	4	5	2
Backlog/sales	2	5	1	3	4
<b>ML profitability score</b>	<b>#4</b>	<b>#4</b>	<b>#2</b>	<b>#2</b>	<b>#1</b>
<b>CASH FLOW</b>					
Free cash flow growth	3	4	2	1	5
Free cash flow conversion	4	1	3	2	5
	7	5	5	3	10
<b>ML cash flow score</b>	<b>#4</b>	<b>#2</b>	<b>#2</b>	<b>#1</b>	<b>#5</b>
<b>VALUE CREATION</b>					
% FCF returned to shareholders	3	5	4	2	1
Dividend increase	2	1	3	5	4
Return on capital $\Delta$	4	5	3	1	2
ROIC > WACC	2	3	1	4	5
	11	14	11	12	12
<b>ML value creation score</b>	<b>#1</b>	<b>#5</b>	<b>#1</b>	<b>#3</b>	<b>#3</b>
	9	11	5	6	9
<b>TOTAL SCORE (equal weighted)</b>	<b>#3</b>	<b>#5</b>	<b>#1</b>	<b>#2</b>	<b>#3</b>
<b>2007 share appreciation</b>	19.7%	29.5%	14.3%	16.2%	15.0%
	GD	LLL	LMT	NOC	RTN

Source: Merrill Lynch, company reports

Cette approche comparative présente l'avantage d'être quantifiable, ce qui permet une analyse d'un secteur fondée et vérifiable sur la base de chiffres admis par toute la communauté financière. Pourtant, comme nous l'avons souligné précédemment, les recommandations et avis sur le secteur de la défense restent largement dépendants des paramètres environnants, qui malheureusement demeurent des variables très qualitatives sans fondement mesurable. La difficulté de l'exercice réside dans la façon dont l'analyste pourra appréhender ces variables de manière suffisamment dimensionnante, et vérifiable, afin qu'elles soient crédibles aux yeux des investisseurs.

#### La défense : un secteur peu attrayant pour les fonds d'investissement

Toujours en quête d'une rentabilité accrue, les fonds de capital-investissement sont à la recherche d'entreprises dans divers secteurs d'activité. Mais qu'en est-il des entreprises de défense ?

Une récente analyse de l'agence de notation Fitch a souligné que le secteur de l'« Aéronautique-Défense » jouissait d'une capitalisation boursière très élevée, mais surtout que les PER oscillaient entre 18 et 20. Face à de tels niveaux, il leur est bien difficile d'effectuer des acquisitions d'envergure dans ce domaine, surtout quand un Bae Systems dépasse les 14 milliards de £ de capitalisation boursière. Au-delà de ces indicateurs financiers, les fonds d'investissement doivent aussi faire face aux résistances politiques – pour des motifs de stratégie et de défense nationale – ce qui complique sensiblement leur tâche. A part l'acquisition de filiales non stratégiques de grands groupes, ou encore jeter leur dévolu sur des petits groupes européens, comme Megitt ou Cobham, les fonds de *Private Equity* auront beaucoup de difficultés à acquérir un fleuron européen.

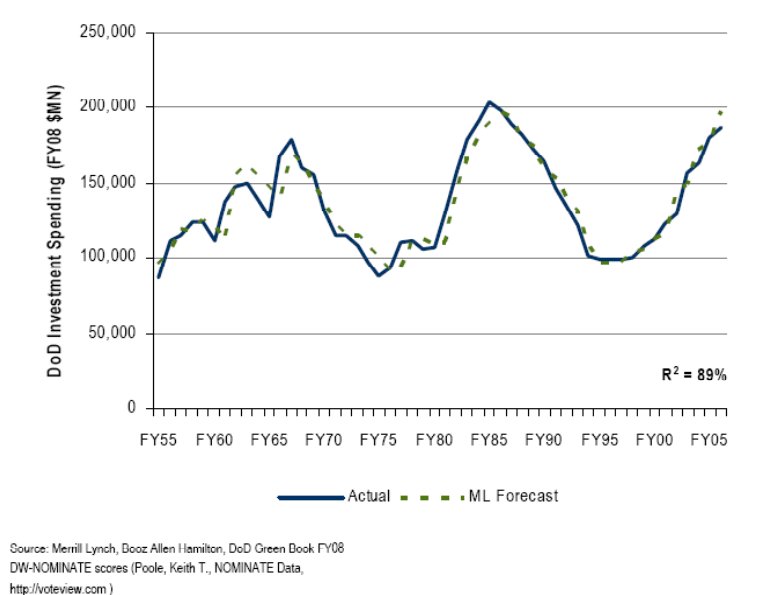
## 1.2 – Approche des paramètres environnants : tentative de formalisation

Aussi, pour comprendre le secteur de la défense, il est important de parfaitement analyser l'environnement dans lequel il se situe. L'évolution des budgets de défense nationaux demeure le paramètre qualitatif le plus facilement quantifiable, puisque c'est à partir de là que l'on pourra juger de l'évolution de la demande, permettant ainsi d'évaluer le potentiel de croissance des entreprises de défense. Parallèlement, un autre aspect intéressant à observer est l'évolution du cours des matières premières, comme le pétrole. En effet, les pays producteurs de pétrole ont tendance à investir massivement dans des programmes d'armement importants (ex : États du Golfe, Russie...), ce qui permet à l'analyste financier d'anticiper de futurs débouchés pour les entreprises de l'armement. L'intérêt des entreprises européennes pour ces nouveaux marchés, ainsi que la qualité de leur réseau de distribution local, constituent aussi des variables à ne surtout pas négliger dans l'élaboration de l'analyse.

Pour palier les difficultés de quantification liées aux paramètres environnants, certaines banques d'affaires n'hésitent pas à mettre en place des modèles économétriques pour appréhender de manière « scientifique » l'environnement de la défense.

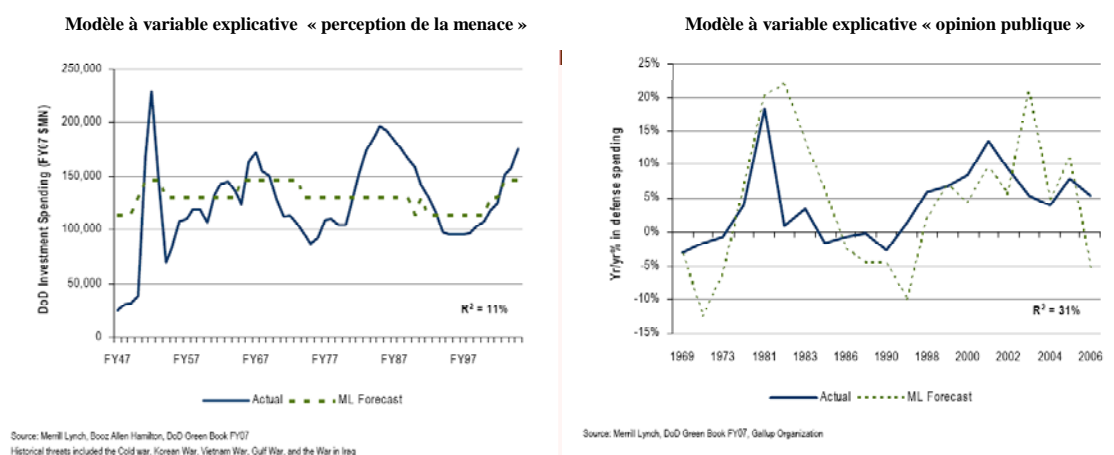
S'agissant des budgets de défense, les analystes financiers considèrent en général deux variables explicatives des évolutions de ces dépenses : une approche par la menace ou la perception de la menace, ainsi qu'une approche par l'opinion publique. Même si ces variables semblent avoir du sens, une étude de Merrill Lynch<sup>15</sup>, parue le 15 septembre 2006 « *A new model for defence spending* », a fait ressortir que la menace et l'opinion publique ne constituaient pas des prévisions suffisantes ; il souligne surtout leur manque de fondements statistiques solides. Ce rapport remet en cause ces deux approches en mettant en avant un nouveau modèle d'anticipation des évolutions des dépenses de défense fondé sur le Contrôle Politique (*Political Control Model*).

**Political Control Model : Prévion des dépenses américaines de défense (1955 – 2006)**



<sup>15</sup> Cette étude est basée uniquement sur les dépenses de défense aux États-Unis.

En se référant à une série chronologique de 51 ans sur l'évolution des dépenses américaines de défense, Merrill Lynch a mis en place un outil prévisionnel fondé sur les évolutions du contrôle politique. Reposant sur les bases de données DW-NOMINATE<sup>16</sup>, il s'est avéré que le coefficient de détermination<sup>17</sup> ( $R^2$ ) de ce modèle était de 0,89, c'est-à-dire que le modèle mis en place par Merrill Lynch explique à 89 % les évolutions des dépenses américaines de défense. Ce modèle a aussi démontré qu'une analyse qui se réfère uniquement à la perception de la menace reste faiblement corrélée ( $R^2 = 0,11$ ) aux évolutions budgétaires. Ceci s'explique notamment par la dimension très subjective de cette variable. Il en est de même pour une modélisation reposant seulement sur l'opinion publique qui n'explique que 31 % des évolutions du budget de défense.



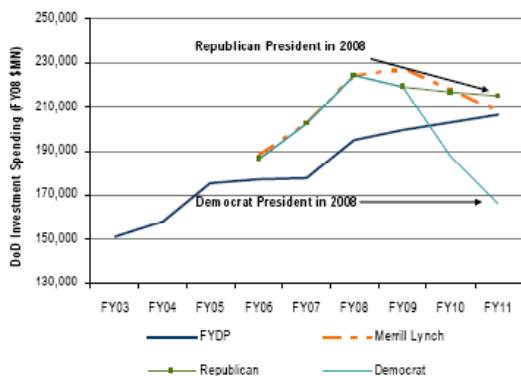
Pour illustrer l'intérêt d'un tel modèle, Merrill Lynch a procédé à une analyse prévisionnelle de l'impact des élections présidentielles américaines sur le budget de défense. Il en ressort que l'élection de Barack Obama en novembre 2008 engendrera une réduction du budget de défense pour 2010<sup>18</sup> (FY10) de l'ordre de 30 milliards de dollars.

<sup>16</sup> La base de données DW-NOMINATE a été développée par le Docteur Keith Poole et Howard Rosenthal pour suivre les enregistrements des votes au Congrès américain. Le vote était organisé en deux dimensions : idéologie fiscale (le rôle du gouvernement dans l'économie) et l'idéologie sociale. Pour comprendre le déroulement de l'enregistrement des votations se référer à la source suivante <http://thomas.loc.gov/home/votes/member.html>.

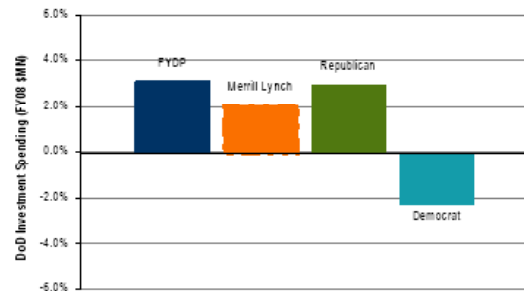
<sup>17</sup> Paramètre utilisé pour déterminer le degré d'association entre variables, il permet ainsi de vérifier la pertinence d'un modèle. Ainsi, plus le  $R^2$  est proche de 1, plus on considèrera que le modèle est pertinent.

<sup>18</sup> Le nouveau président ne prendra ses fonctions qu'un mois avant le vote du budget 2009 de défense (février 2009), ce qui n'aura pas, ou peu, d'effets sur le budget 2009. C'est la raison pour laquelle la variation baissière ne produira d'effets qu'en 2010.

### Évolution du budget de défense : en fonction des élections présidentielles de 2008



Source: Merrill Lynch, DoD Green Book FY08  
 Assumes no change in Congress  
 Assumes elections in November 2008 will affect forecast for FY10-FY11



Source: Merrill Lynch, DoD Green Book FY08  
 Assumes no change in Congress  
 Assumes elections in November 2008 will affect forecast for FY10-FY11

### Scénarii prospectifs : Budgets d'acquisitions et de R&D

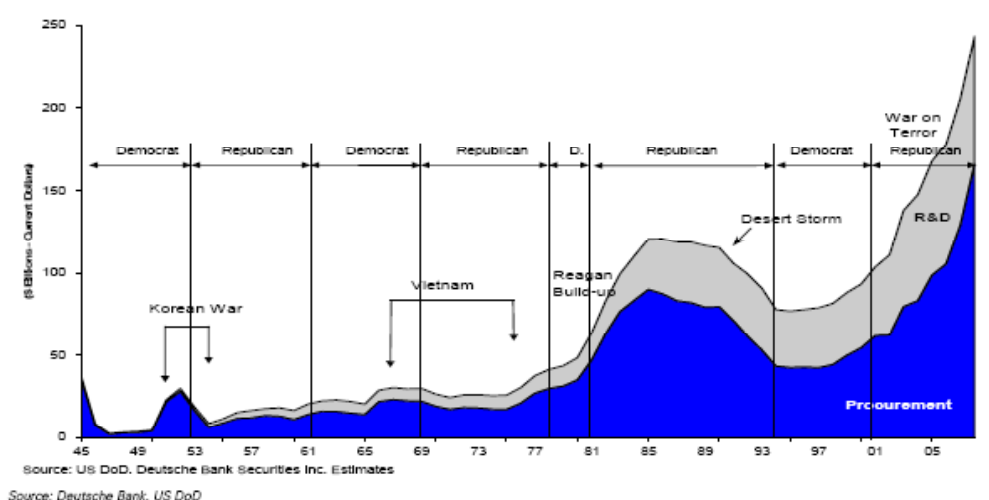
(\$ in billions, FY08 constant)	FYDP	Merrill Lynch	Republican	Democrat
FY03	151,487			
FY04	158,207			
FY05	175,485			
FY06	177,231	187,923	186,418	186,418
FY07	177,866	202,176	202,176	202,176
FY08	195,164	224,015	224,015	224,015
FY09	199,750	227,302	218,867	218,867
FY10	202,940	218,087	216,686	187,268
FY11	206,348	207,870	215,237	166,278
<b>CAGR (FY06-FY11)</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>-2.3%</b>

Source: Merrill Lynch, DoD Green Book FY08  
 Assumes no change in Congress  
 Assumes elections in November 2008 will affect forecast for FY10-FY11  
 Merrill Lynch forecast is real defense spending using FY08 Green Book deflators

Parallèlement, une étude de la Deutsche Bank<sup>19</sup> démontre qu'il existe historiquement une très faible corrélation entre dépenses de défense et le parti politique au pouvoir (Démocrates et Républicains). Cette étude conclut que la corrélation des budgets de défense est davantage liée à des facteurs géopolitiques – tensions ou guerres – qu'à la lutte entre Démocrates et Républicains. Enfin, ce rapport souligne à juste titre que la plus grande rallonge budgétaire de défense (42,3 milliards de dollars), de l'histoire des États-Unis, a été votée par un Congrès sous contrôle des Démocrates...

<sup>19</sup> *Global Aerospace & Defence, 2008 Outlook, Commercial cycle uncertainly rising, 7 janvier 2008.*

### Relation gouvernement (Démocrate/Républicain) et évolution des dépenses de défense



L'intérêt de tels modèles tient dans l'approche quantitative de paramètres environnants qui demeurent dans le fond qualitatifs. L'exemple de Merrill Lynch démontre qu'il est possible d'anticiper des évolutions sur des facteurs exogènes, comme l'évolution du budget de défense. Pourtant, cette modélisation n'est pas une prouesse sur le plan méthodologique<sup>20</sup>. Premièrement, Merrill Lynch s'attelle à observer uniquement une seule variable environnante – les dépenses de défense – alors qu'il existe beaucoup d'autres paramètres, comme nous avons pu le préciser précédemment. Deuxièmement, cette banque d'affaires considère le paramètre le plus mesurable des variables environnantes, ce qui réduit considérablement une modélisation statistique. Enfin, un minimum de bon sens et de connaissance de la politique américaine laisse présager une réduction des dépenses de défense si un candidat démocrate accédait à la Maison Blanche. Même s'il faut souligner l'effort de ces banques pour mieux cerner l'environnement de la défense, cet exemple nous fait remarquer qu'il reste beaucoup de paramètres environnants tout aussi importants à formaliser, comme le soulignait la Deutsche Bank, ce qui n'est pas simple lorsqu'on connaît la dimension subjective de certaines variables.

### 1.3 – Panorama des risques et notations

#### Paysage et définition

Au-delà des aspects financiers et environnants que nous avons décrits précédemment, l'analyste va aussi porter son attention sur le risque financier, c'est-à-dire les risques ayant une incidence financière sur la performance de l'entreprise (chiffre d'affaires, rentabilité, flux de trésorerie, etc.). Aussi, l'analyse va consister à observer les risques « génériques » ayant une traduction financière, mais aussi les risques spécifiques, les plus dangereux, pouvant mettre en péril l'activité d'une entreprise de défense.

<sup>20</sup> Une simple modélisation économétrique sur la base des chiffres du *DoD Green Book* et des hypothèses sur les résultats des élections permettrait d'obtenir une telle réparation.

### Extrait Vernimmen – La gestion des risques financiers : de change, de taux d'intérêt, de liquidité, de contrepartie, politiques, de matières premières...

Les trente dernières années se caractérisent par la montée des risques pour les entreprises due à la volatilité croissante des taux de change, d'intérêt, de cours des actions ou des matières premières, qui s'ajoutent aux risques de crédit (ou de contrepartie) et au risque politique.

On peut ainsi définir quatre grands risques :

- ⇒ le risque de marché, c'est-à-dire l'exposition de l'entreprise à une évolution défavorable des taux, ou des prix. Il concerne les taux d'intérêt, les taux de change, les cours des matières premières ou des actions ;
- ⇒ le risque de liquidité, c'est-à-dire l'impossibilité à un moment donné de faire face à des échéances ;
- ⇒ le risque de contrepartie, c'est-à-dire la perte sur une créance en raison d'un tiers en défaut ;
- ⇒ le risque politique qui affecte l'entreprise importatrice, exportatrice ou ayant investi à l'étranger.

Ces risques de marché sont assez finement mesurés par la notion de position ou de *Value at risk* (VAR). Le risque de liquidité l'est à travers la comparaison de l'exigibilité des dettes et des espérances de recettes de trésorerie. Quant aux autres risques, leur mesure est beaucoup plus embryonnaire.

Face au risque, l'entreprise peut :

- ⇒ décider de ne rien faire et s'auto-couvrir. Ceci ne peut concerner que quelques grands groupes et pour certains de leurs risques ;
- ⇒ fixer dès aujourd'hui le prix ou le taux d'une transaction future par la technique du terme ;
- ⇒ prendre une assurance auprès d'un tiers, qui moyennant le paiement d'une prime, acceptera de prendre à sa charge le risque s'il se matérialise. On retrouve le concept de l'option ;
- ⇒ céder immédiatement l'actif ou le passif porteur de risque (titrisation, défaisance, affacturage...).

Les mêmes types de produits (achat à terme, option de vente, swap...) ont été développés pour couvrir les 4 différents risques et sont négociés soit sur des marchés de gré-à-gré, soit sur des bourses. Dans le premier cas, l'entreprise peut trouver des produits totalement adaptés à ses besoins mais elle prend un risque de contrepartie sur le tiers qui lui fournit la couverture. Dans le second cas, ce problème est éliminé au prix d'une souplesse plus réduite dans l'adaptation des produits aux besoins.

Source : [http://vernimmen.net/html/resumes/titre4/res4\\_57.html](http://vernimmen.net/html/resumes/titre4/res4_57.html)

Généralement, les analystes financiers s'intéressent à 4 types de risques pour dresser le profil de risque d'une entreprise :

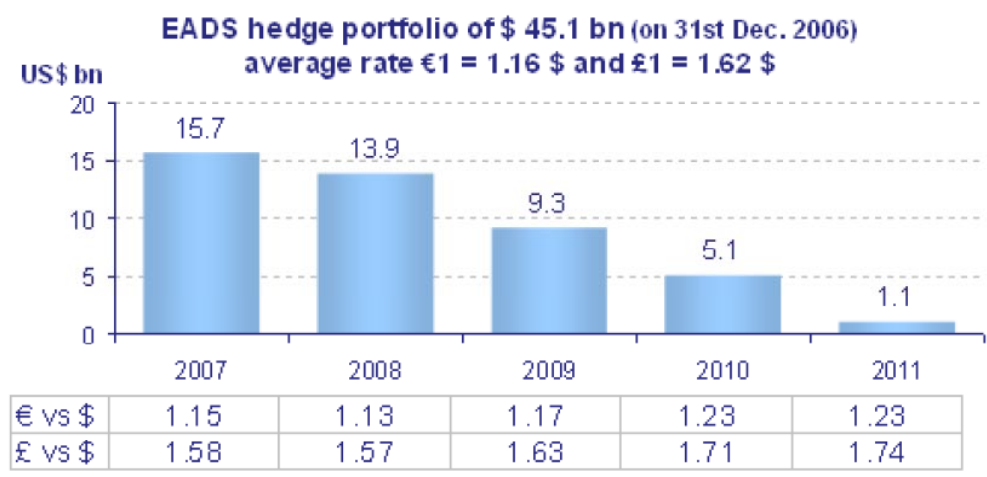
- *Le risque de liquidité* : il consiste en une carence de trésorerie pour faire face à des engagements de court terme ;
- *Le risque de paiement* : il consiste en une incidence de paiement d'un client pour des raisons de solvabilité, contractuelles (ex : retard de livraison entraînant des pénalités financières) ou encore politiques/réglementaires (ex : embargo, guerre, etc.) ;
- *Le risque de change* : il consiste en une perte financière liée aux contrats libellés en devises ;
- *Le risque de taux* : il résulte de la présence de taux variables dans les emprunts que l'entreprise a effectués.

Dans le secteur de la défense, les risques de liquidité et de taux sont très rares étant donnés les fondamentaux (voir 2.1) de ce type d'entreprise. En effet, ces entreprises sont caractérisées par une trésorerie abondante ainsi que par un niveau d'endettement très bas. L'analyste financier va donc porter son attention sur le risque de change et le risque de paiement, qui sont des risques auxquels les firmes de défense sont le plus souvent confrontées.

### Études des risques : une approche comparative

Les entreprises de Défense sont soumises comme toutes les entreprises globales à des risques politiques, des risques de change, de défaut de contrepartie... Mais d'autres types de risques sont davantage inhérents au secteur de la Défense et liés à son activité. Le poids respectif de ces risques dépend de la structure même de l'entreprise, c'est-à-dire de la répartition de son chiffre d'affaires entre activités militaires et civiles.

Depuis 2003, le risque de change est, avec la baisse du dollar, au centre des préoccupations des entreprises de défense européennes. Sur cet aspect, une étude de Morgan Stanley évaluait à « 3 % la baisse des profits des entreprises européennes lorsque l'euro s'apprécie de 10 % face au dollar ». A la différence des PME, les grands groupes ont la possibilité de mesurer et de gérer le risque en ayant recours à différents instruments financiers (couverture sur le marché à terme, SWAP de trésorerie, etc.) pour se prémunir du risque.



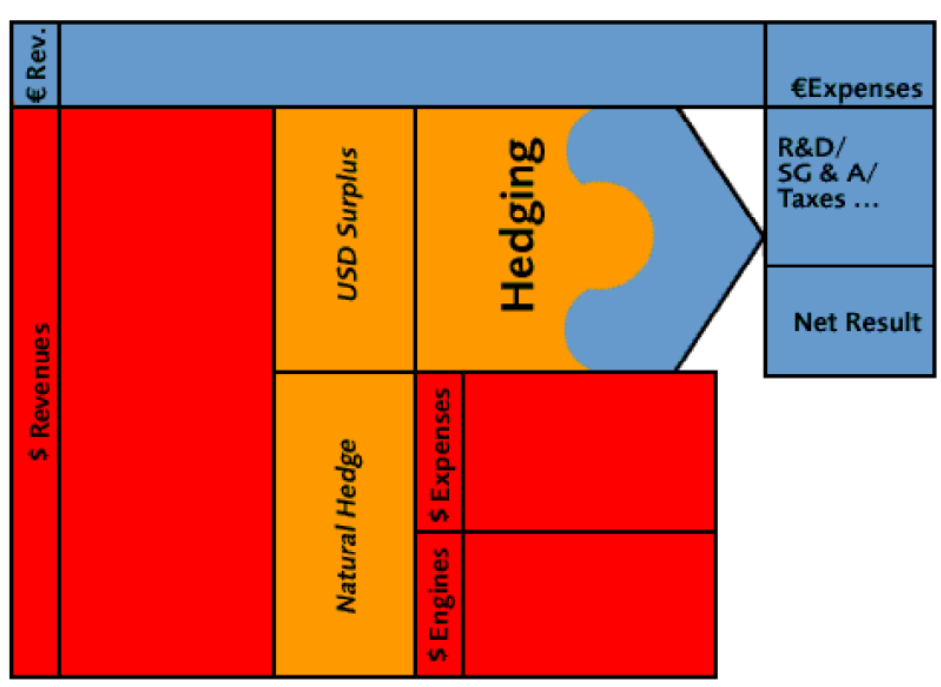
Un groupe comme EADS subit de plein fouet la dépréciation du dollar, notamment à cause de ses activités en aéronautique civile<sup>21</sup>. En 2006, malgré une couverture de ses flux de trésorerie

<sup>21</sup> Risque sur les ventes d'avions. Pour les produits tels que les avions, EADS couvre typiquement les ventes prévues en dollars U.S. correspondant à des engagements fermes et à des transactions prévisionnelles. Les éléments couverts sont définis comme les premiers encaissements futurs prévisionnels probables pour un mois donné, sur la base des versements finaux à la livraison. Le montant des premiers flux à couvrir pourra atteindre 100 % de l'équivalent du risque net initial en dollars U.S. Pour EADS, une transaction prévisionnelle est considérée comme probable si la livraison future est inscrite dans le carnet de commandes fermes ou si sa réalisation est très probable en vue d'éléments contractuels (une lettre d'intention, par exemple). Le ratio de couverture est ajusté pour prendre en compte les mouvements macroéconomiques affectant le cours au comptant et le taux d'intérêt, dans la mesure où ces facteurs sont applicables. Source : EADS.



de près de 15 milliards de dollars, le groupe a tout de même observé une baisse de son résultat d'exploitation (EBIT) de 900 millions d'euros, dont 80 millions d'euros hors Airbus.

### Schéma de couverture chez EADS



Parallèlement, un groupe comme Thales, dont les  $\frac{3}{4}$  des ventes sont issues des activités de défense et de sécurité, a une exposition à l'aéronautique civile limitée, comparativement à EADS, à 13,5 % du chiffre d'affaires, avec une exposition directe au dollar de l'ordre de 10 %. Avec une stratégie multidomestique<sup>22</sup>, le risque de change est considérablement réduit mais il n'a pas pour autant disparu. Le risque de change lié au dollar reste à ce jour le risque le plus lourd à gérer, car la majorité des contrats de défense à l'export sont libellés en dollar, mais aussi parce que cette devise sert de référent dans les activités d'aéronautique civile.

### Perception du risque des entreprises de défense

Au regard de la disparité des entreprises de défense en Europe, nous avons voulu observer quelle était leur perception du risque. Pour ce faire, sur la base des rapports annuels, nous avons analysé l'approche du risque de 6 grands industriels (en fonction du CA défense/CA) :

<sup>22</sup> « La firme multidomestique suit un mode d'organisation transnational guidé par la structure de ses marchés : le propre de cette stratégie est de chercher à produire sur place ce que l'on veut y vendre. » extrait de *État social et mondialisation* – Pierre Berthaud et Jean-Pierre Chanteau CNRS (équipe Matisse). Lien : [http://matisse.univ-paris1.fr/colloque-es/pdf/articles/berthaud\\_chanteau.pdf](http://matisse.univ-paris1.fr/colloque-es/pdf/articles/berthaud_chanteau.pdf)

### **BAE Systems (93 %) : Prépondérance des spécificités de la Défense**

- Structure monopsonistique, beaucoup de concurrence pour seulement 3 gouvernements clients (États-Unis, Royaume-Uni, Arabie Saoudite)
- « Volatilité » potentielle des commandes d'une année sur l'autre
- Dépendance aux orientations budgétaires gouvernementales
- Manque de diversification dans certaines branches (elles reposent sur quelques très gros contrats)
- Contrats à prix fixe pour le développement de produits (les coûts sont plus difficiles à estimer que pour la production)

### **QinetiQ (76 %) : Prépondérance des spécificités de la Défense.**

- Dépendance très forte envers 2 clients (gouvernements américain et britannique), donc sur leur niveau de dépenses sur la défense et la sécurité nationale.
- Structure monopsonistique du marché.
- Freins réglementaires à l'exportation
- Ouverture à la concurrence des commandes gouvernementales
- Risque de change
- Retard dans la valorisation de la propriété intellectuelle

### **Rheinmetall (40 %) : Typologie de risque fonctionnel. Ventes, production**

- Financiers (dont risque de change)
- Informatiques
- Ressources humaines
- Légaux
- Dépendance du budget de la Défense allemand
- Situation concurrentielle intense

### **Dassault (38 %) : Typologie de risques financiers classiques**

- Risque de liquidité et trésorerie
- Risque de change
- Risque de crédit
- Risque de taux et de prix

### **Thales (51,5 %) : Typologie de risques financiers classiques**

- Risques financiers
- Risques juridiques
- Risques environnementaux

### **SAAB (80 %) : Prise en compte importante des externalités négatives sur l'environnement.**

En plus des risques financiers, la réglementation très stricte en terme d'impact sur l'environnement de la production pousse Saab à intégrer le risque de contamination des sols et l'efficacité énergétique de sa production.

Cette analyse du risque propre à chaque entreprise nous permet de dégager deux grandes tendances. La première tendance tient à la répartition du chiffre d'affaires entre activités défense et civile. En effet, plus l'activité est diversifiée entre civile et militaire, plus les risques financiers classiques sont pris en compte. La seconde tendance se concentre sur les activités défense en particulier. Elle fait ressortir deux grandes observations :

- Plus le groupe est impliqué dans des projets de défense, plus les risques suivants vont être importants :
  - Importance de la R&D, produits et services de haute technologie, avec une aversion pour les contrats de développement à prix et délai fixes (ROI long) ;
  - Dépendance aux approvisionnements et technologies clés (en amont). Prise en compte de l'exposition au risque géopolitique ;
  - Dépendance vis-à-vis des contrats publics. Une exposition forte aux décisions politiques ;
  - Prépondérance des grands projets. Manque de diversification des contrats (1 ou 2 « gros » contrats), importance du calendrier et trésorerie élevée ;
  - Structure oligopolistique du marché. Forte intensité concurrentielle ;
  - Production stratégique. Restrictions liées à la réglementation à l'exportation ;
  - Secteur lié à la souveraineté nationale. Forte discrimination dans l'attribution des contrats (clause de la préférence nationale).
- Plus le groupe est internationalisé (activité défense et/ou civile), plus les risques classiques sont pris en compte :
  - Risque de change élevé, surtout pour les entreprises actives dans l'aéronautique civile ;
  - Risque politique élevé surtout lié au poids de la réglementation (expropriation, échec de *joint ventures*, etc.) ;

## **2 – Positionnement et perception des entreprises de défense européennes**

Dans la première section de cette étude, nous avons dressé un panorama général des spécificités financières des entreprises de défense. Cette seconde partie va se concentrer sur le positionnement – la question de la performance – des entreprises de défense européennes, ainsi que sur la perception de la communauté financière sur ces entreprises.

A la différence de l'indice américain DFI, il n'existe pas d'indice équivalent en Europe. Aussi, pour les besoins de l'étude nous avons voulu porter l'analyse sur les **14 sociétés de défense cotées** les plus importantes du secteur, exclusivement européennes. Parmi ces

sociétés on dénombre : 6 britanniques, 3 françaises, 1 franco-allemande (EADS), 1 allemande, 1 italienne, 1 espagnole, 1 suédoise.

Plus de la moitié des sociétés étudiées (7 groupes) ont une activité de défense qui pèse plus de 50 % du chiffre d'affaires. Pour les groupes restant (7), les activités défense sont minoritaires<sup>23</sup>, mais leur rôle reste incontournable dans le secteur (ex : Rolls Royce dans les moteurs).

**Répartition CA Défense/Civil en 2006**

Sociétés	%CA Défense	%CA Civil
BAE SYSTEMS	93 %	7 %
SAAB	80 %	20 %
QINETIQ	76 %	24 %
VT GROUP	70 %	30 %
COBHAM	61,4 %	38,6 %
FINMECCANICA	55 %	45 %
THALES	51,5 %	48,5 %
INDRA	50 %	50 %
RHEINMETALL AG	40 %	60 %
DASSAULT AVIATION	38 %	62 %
ROLLS-ROYCE	29 %	71 %
EADS	25,4 %	74,6 %
SMITHS GROUP	25 %	75 %
SAFRAN	17,7 %	82,3 %

## **2.1 – Spécificités des entreprises européennes de défense**

Les entreprises de défense européennes ont fait face à de grandes vagues de restructuration caractérisées par d'importantes opérations de fusions/acquisitions depuis les années 1990. La conséquence immédiate de ces mutations se manifeste au niveau du capital social des sociétés (nouveaux investisseurs privés et désengagement progressif de l'État dans certains cas). Au-delà des impératifs de souveraineté, les firmes de défense doivent faire face à un nouveau mode de gestion, dit classique, avec des problématiques similaires à une entreprise classique (ex : impératif de rentabilité).

Le secteur européen de la défense reste globalement sous-capitalisé à cause du désengagement des États de leur industrie de Défense nationale, sans pour autant avoir été relayés par les institutions européennes comme l'Agence Européenne de Défense (AED). De plus, les banques et autres acteurs financiers apparaissent comme particulièrement frileux dans leurs investissements, surtout en France, et le problème affecte encore plus durement les PME et les PMI. Aux États-Unis, les fonds de placement (fonds communs et fonds de pension) sont devenus les actionnaires principaux des groupes à production industrielle. Les mêmes investisseurs privés étrangers permettent de combler ce déficit en Europe, tout en restant particulièrement encadrés à cause du caractère stratégique de cette industrie. Malgré cet encadrement,

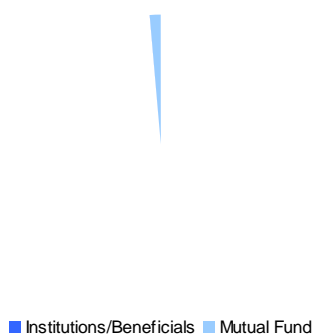
<sup>23</sup> Pour les 7 sociétés restantes, les activités défense pèsent en moyenne 32 % du chiffre d'affaires.

des suspicions de manœuvre politique pèsent sur les fonds d'investissements américains, qui sont les investisseurs étrangers les plus importants dans le secteur de la Défense en Europe.

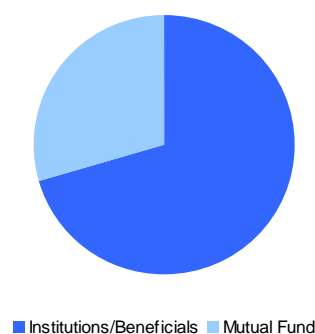
Sur le plan capitalistique, il existe ainsi des différences notables entre les entreprises européennes<sup>24</sup> : le modèle anglo-saxon (ex : BAE Systems), le modèle rhénan (ex : Rheinmetall) et le modèle latin (ex : EADS ou Finmeccanica). La grande nouveauté dans la structure capitaliste des sociétés de défense est manifestement le désengagement progressif de l'État, qui a suscité la mise en place de nouveaux modes de gouvernance. En France, on a pu observer la mise en place de pactes d'actionnaires<sup>25</sup> entre les *majors*, comme EADS et Thales, et l'État, l'objectif étant de disposer d'un mode de régulation qui puisse régir les relations entre l'État et les nouveaux investisseurs privés.

### Exemple de structure du capital des sociétés des 6 sociétés européennes d'après Thomson One Banker

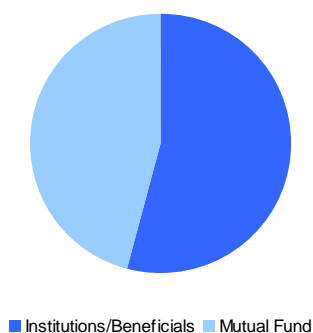
Structure capitalistique Dassault Aviation



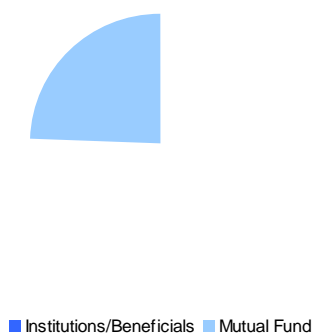
Structure capitalistique Indra Sistemas



Structure capitalistique Rheinmetall



Structure capitalistique Saab



---

<sup>24</sup> Blondiau, Chiarelli, Maury, Moisson, « La problématique du capital des industries de défense », *Les Cahiers du CHEAR*.

<sup>25</sup> Au Royaume-Uni, il existe un modèle similaire au pacte d'actionnaires, le *Golden Share*. Il a notamment été mis en place entre BAE Systems et l'État britannique.

Structure capitalistique Finmeccanica



■ Institutions/Beneficials ■ Mutual Fund

Structure capitalistique Bae Systems



■ Institutions/Beneficials ■ Mutual Fund

Sur ces six sociétés analysées, les différences dans la structure du capital sont évidentes. Certaines sociétés sont concentrées autour d'un noyau avec une présence étatique (Finmeccanica) alors que d'autres sont caractérisées par un actionnariat largement dispersé (Rheinmetall ou BAE Systems). Ces différences impactent sur la gouvernance des sociétés. La présence d'un actionnaire majoritaire, tel que l'État, peut être un facteur discriminant en mesure d'influencer négativement la stratégie de la société. Le poids des actionnaires de référence est donc très important dans l'analyse financière d'une société de défense. **Un actionnaire tel que l'État peut très souvent conduire à des choix irrationnels sur le plan économique mais dotés de sens sur le plan politique.** Sur ces aspects, les institutions financières et les agences de notation prennent très sérieusement en compte ces informations dans leurs analyses du secteur.

## 2.2 – Performance et séries boursières

Dans deux études récentes<sup>26</sup>, Gunther Capelle-Blancard et Nicolas Couderc se sont penchés sur la perception qu'ont les marchés financiers des entreprises de défense. Ces chercheurs ont tenté, plus précisément, de déterminer la nature des informations qui font évoluer les attentes de profit des marchés financiers lorsqu'ils investissent dans des entreprises de défense. Les auteurs ont fait ressortir les rendements anormalement positifs ou négatifs dans ce secteur sur une période de dix ans, puis les ont liés aux événements proches susceptibles de les avoir provoqués.

Deux enseignements majeurs s'imposent à la lecture de cette étude. D'abord, une part non négligeable (près de 30 %) de la variabilité des titres de défense est non expliquée, laissant à penser que certains agents ont mis à profit une information privée. Ensuite, d'après les causes de variabilité connues, il ressort que les cours des entreprises de défense réagissent en majeure partie au même type d'information que les autres. Ce sont prioritairement les informations liées aux activités de l'entreprise (89 %), même si les informations macroéconomiques – hausse

---

<sup>26</sup> *Les entreprises liées à la défense et les marchés financiers*, Direction des affaires financières, Observatoire Economique de la Défense, Ecodef n° 44, novembre 2006.

*Quels événements influencent la capitalisation boursière des entreprises de la Défense ?* Centre d'Economie de la Sorbonne, Cahier de la Maison des Sciences Economiques, avril 2006.

du budget de la défense ou attentat par exemple – ont un poids plus important que dans les autres secteurs (11 %). Les facteurs influents sont, en ordre décroissant :

- Des facteurs **financiers** (annonce des résultats financiers, annonce d'offre publique d'achat ou de fusion, la publication de la recommandation d'un analyste financier, l'annonce d'un *profit warning*, l'annonce d'une modification importante de la structure actionnariale de l'entreprise). Ils sont les plus représentés (60 %) dans les explications des fortes variations de cours et sont aussi les facteurs les plus classiques de variations des cours boursiers en général.
- Des facteurs **industriels** (annonce de nouvelles commandes, baisse des objectifs de livraisons, mise sur le marché de nouveaux produits, évolution des budgets de R&D), qui représentent 23 % des évolutions significatives des cours.
- Le secteur de la Défense se distingue enfin par la sensibilité des cours boursiers à la situation **politique**, qu'elle soit interne (annonce des budgets militaires et orientations stratégiques) ou externe (crises politiques, guerres, attentats). Néanmoins, cette sensibilité reste toute relative et ne représente que 16 % des fortes variations de cours boursiers.

Afin de mieux apprécier les spécificités des sociétés considérées dans notre étude, nous avons créé un indice boursier particulier : EADIX (*European Aeronautics Defense Index*). Les données ont été collectées pour la période allant du 30/12/2005 au 01/01/2007. Elles ont toutes été converties en euros (€) à partir du taux de conversion prévalant au 31/12/2006. Cet indice boursier a été réalisé dans la même logique que l'*Amex Defense Index* (DFI). L'indice DFI a été créé en octobre 2001 sur la base des quinze sociétés à plus forte capitalisation boursière dans le secteur de l'armement.

La diversité et le poids des capitalisations boursières de notre échantillon ont fait apparaître un déséquilibre notoire. Sans aucun retraitement préalable, une société comme BAE Systems pesait plus 42 % de l'indice EADIX, alors qu'EADS représentait à peine 0,46 %. A l'image du DFI, et pour éviter de fragiliser notre indice, nous avons décidé de donner un poids similaire à chaque société dans l'EADIX. En adaptant une méthodologie dite par itérations successives<sup>27</sup>, nous avons équilibré notre indice pour lequel chaque société représente un poids égal à 7,14 %. Les graphiques ci-dessous montrent l'évolution des cours hebdomadaires des quatorze valeurs étudiées comparativement à l'EADIX, le DFI, le S&P 500 et le *Dow Jones industrial*.

---

<sup>27</sup> « Une méthode itérative est une méthode qui résout un problème (comme une équation ou un système d'équations) en trouvant une succession d'approximations en commençant par une valeur initiale. » Source : Wikipedia.

**Tableau de bord EADIX 14**

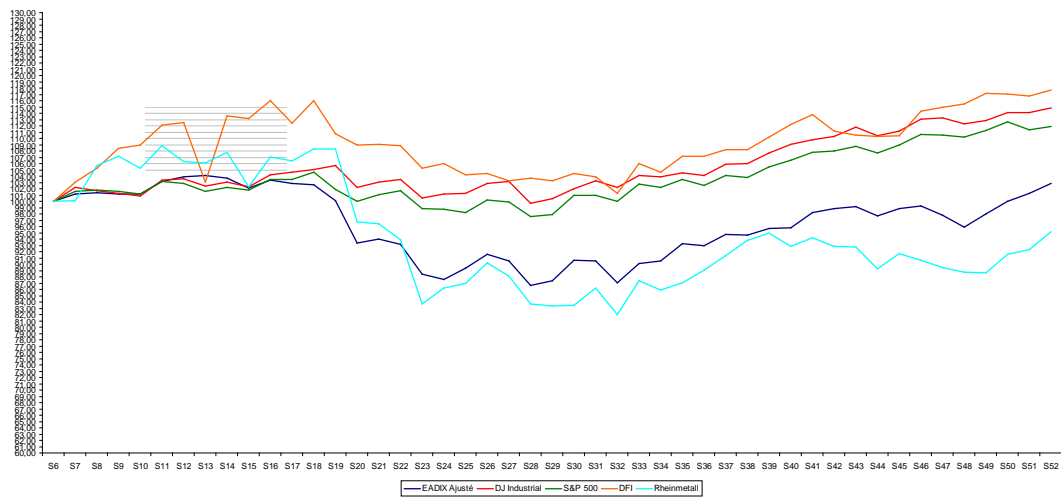
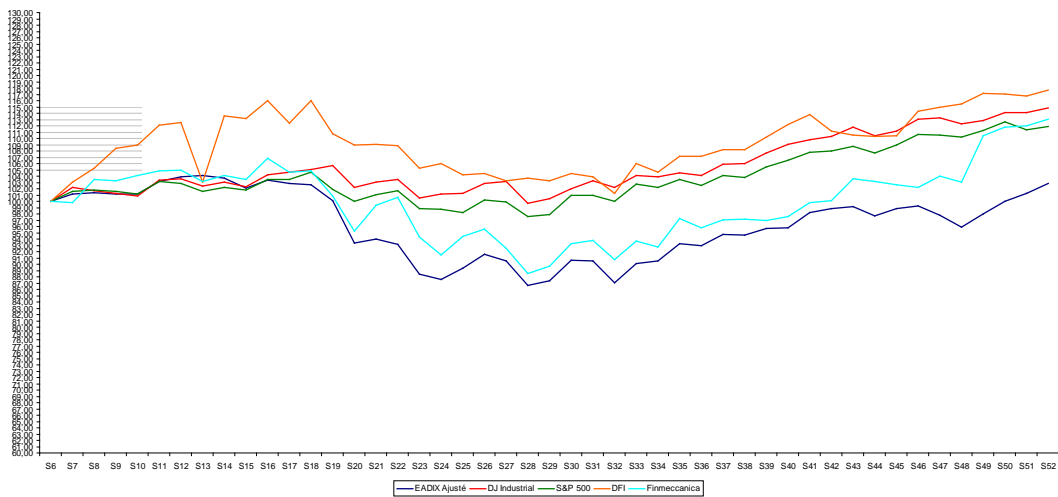
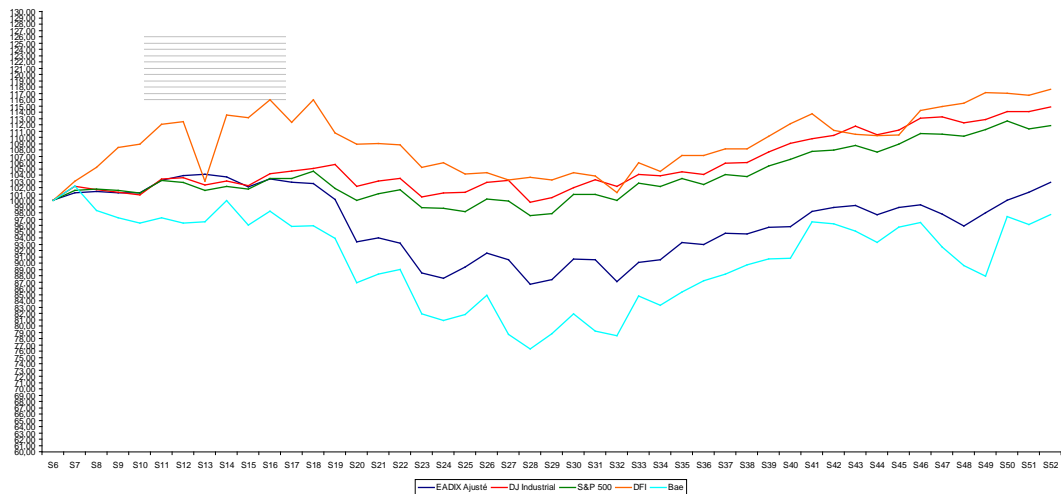
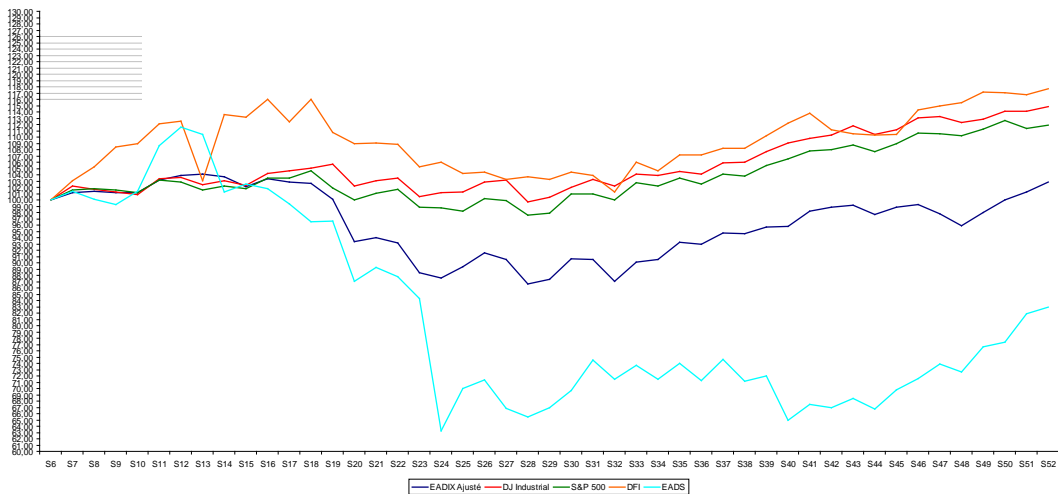
Entreprise	CR	D/E	RoE	Δ CA n-1	Δ EBIT n-1	SYM	Var. 30/12/05 –01/01/2007	
THALES	1,04	0,92	18,53 %	-0,24 %	24,63 %	HO-FR	-1,36 %	
EADS	1,11	0,37	11,26 %	7,70 %	15,83 %	EAD-FR	-18,18 %	
BAE SYS.	0,65	1,58	21,72 %	21,15 %	-538,12 %	BA.-LN	11,52 %	
FINMECCANICA	1,07	0,59	9,14 %	22,03 %	-6,13 %	FNC-MI	25,57 %	
RHEINMETALL AG	1,18	0,67	14,52 %	1,20 %	4,59 %	RHM-FF	8,22 %	
INDRA	1,20	0,298	30,93 %	11,40 %	27,66 %	IDR-MC	12,72 %	
SAFRAN	1,09	0,30	-7,91 %	143,59 %	-319,66 %	SAF-FR	-12,97 %	
ROLLS-ROYCE	1,50	1,02	23,68 %	11,18 %	38,96 %	RR.-LN	6,91 %	
SMITHS GROUP	1,32	0,77	19,00 %	16,78 %	-46,37 %	SMIN-LN	-5,21 %	
VT GROUP	0,96	0,82	18,17 %	17,76 %	48,42 %	VTG-LN	12,02 %	
DASSAULT AVIAT	1,73	0,07	11,34 %	-0,90 %	-4,81 %	AM-FR	15,72 %	
SAAB	0,80	0,28	13,74 %	8,21 %	-7,36 %	SAAB'B-SK	23,53 %	
QINETIQ	1,27	1,15	48,04 %	9,68 %	30,86 %	QQ.-LN	-1,01 %	
COBHAM	1,16	0,73	30,19 %	-1,29 %	8,26 %	COB-LN	14,31 %	
<b>Moyenne</b>	<b>1,12</b>	<b>0,67</b>	<b>18,74 %</b>	<b>19,16 %</b>	<b>-51,66</b>	<b>Moy. 14</b>	<b>6,56 %</b>	
							<b>SBF 120</b>	<b>19,10 %</b>
							<b>DFI</b>	<b>25,06 %</b>
							<b>FTSE</b>	<b>13,15 %</b>
							<b>AG</b>	<b>24,50 %</b>
							<b>MCG</b>	<b>17,93 %</b>
							<b>DAX 30</b>	<b>21,98 %</b>
							<b>IBEX 35</b>	<b>31,79 %</b>
							<b>MOY.</b>	<b>21,41 %</b>

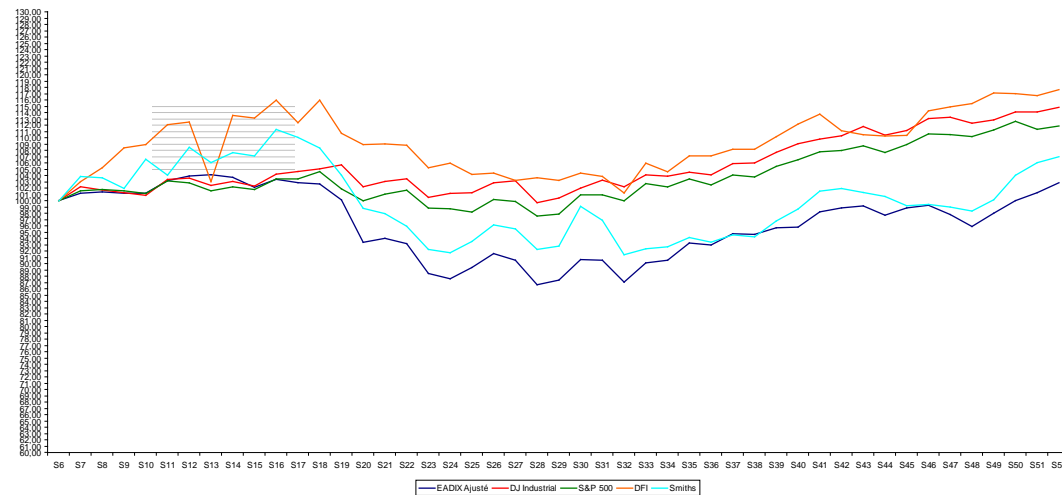
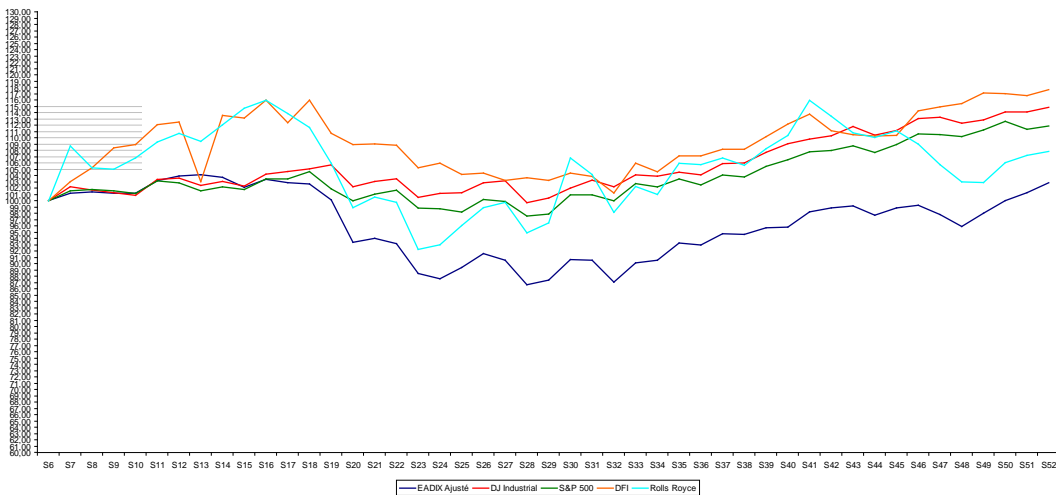
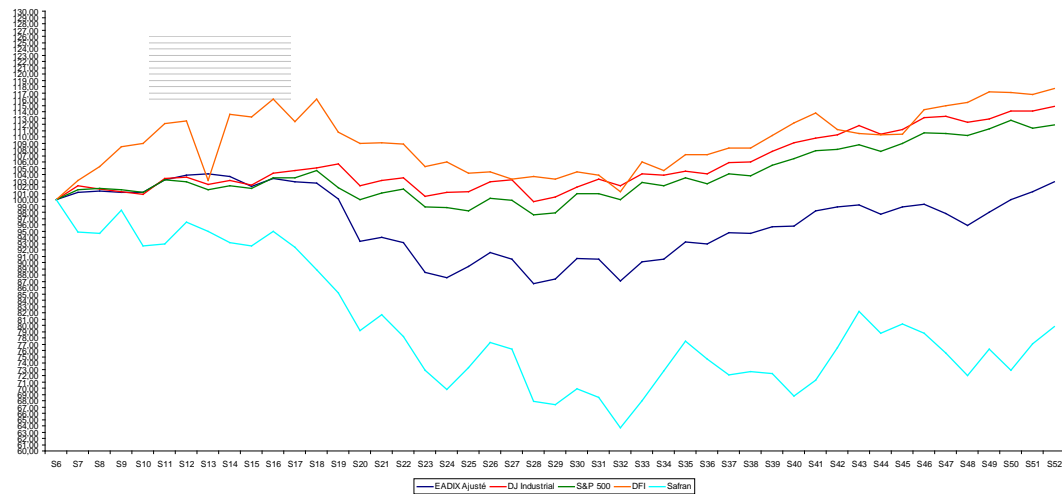
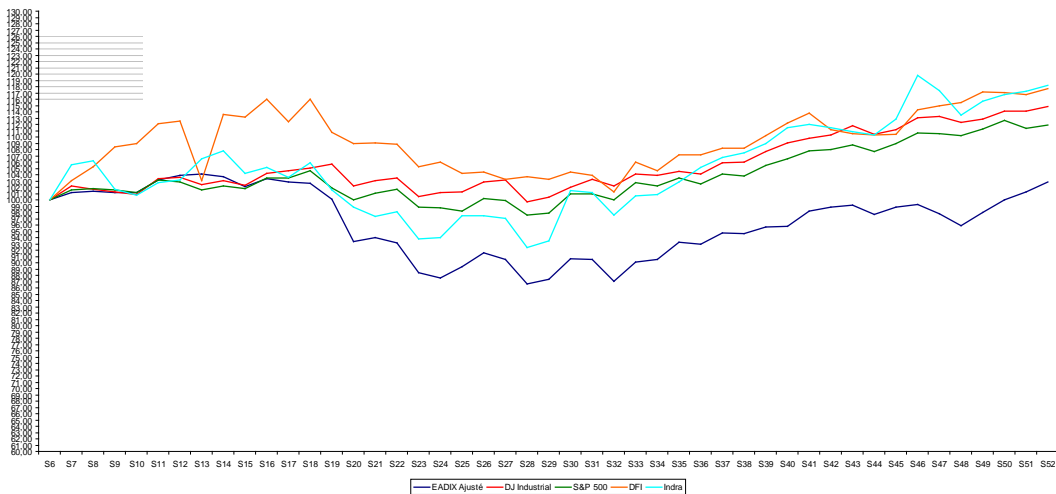
Source : FRS

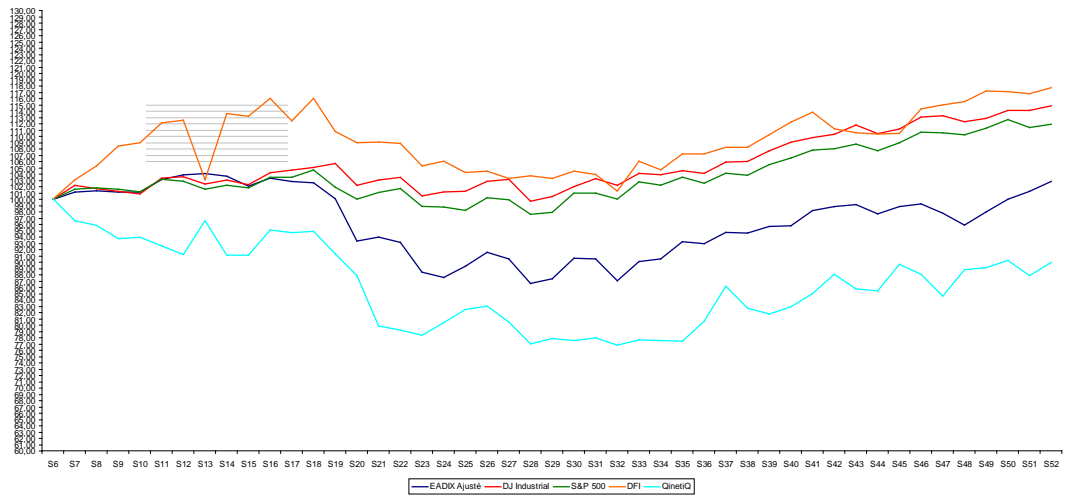
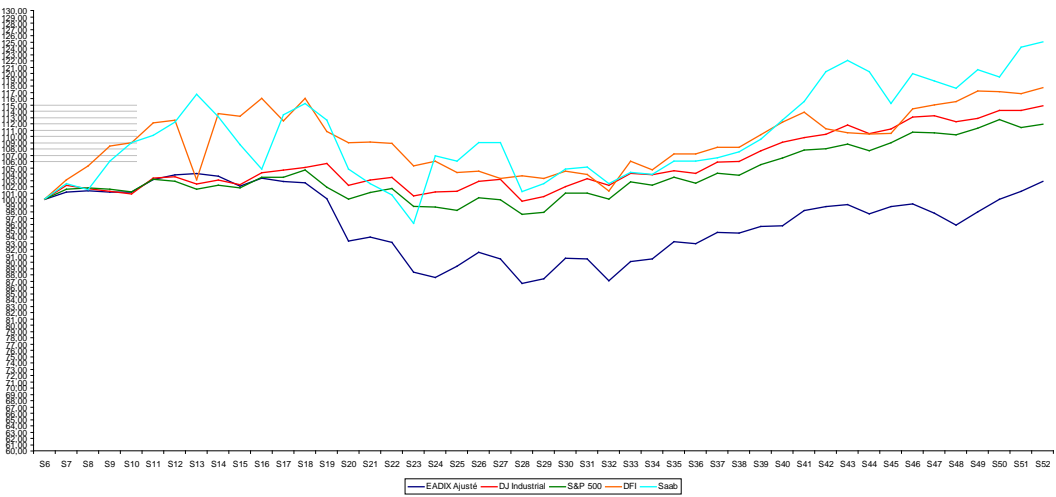
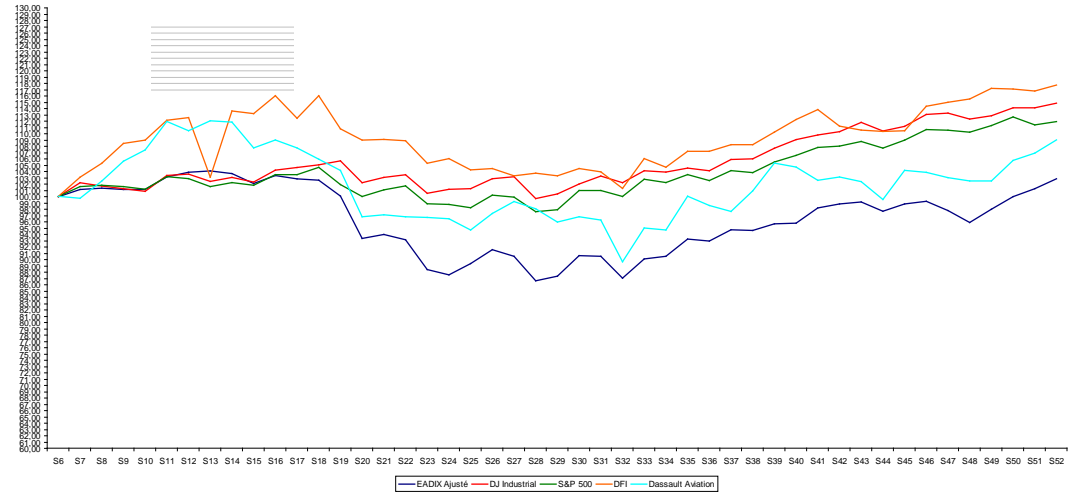
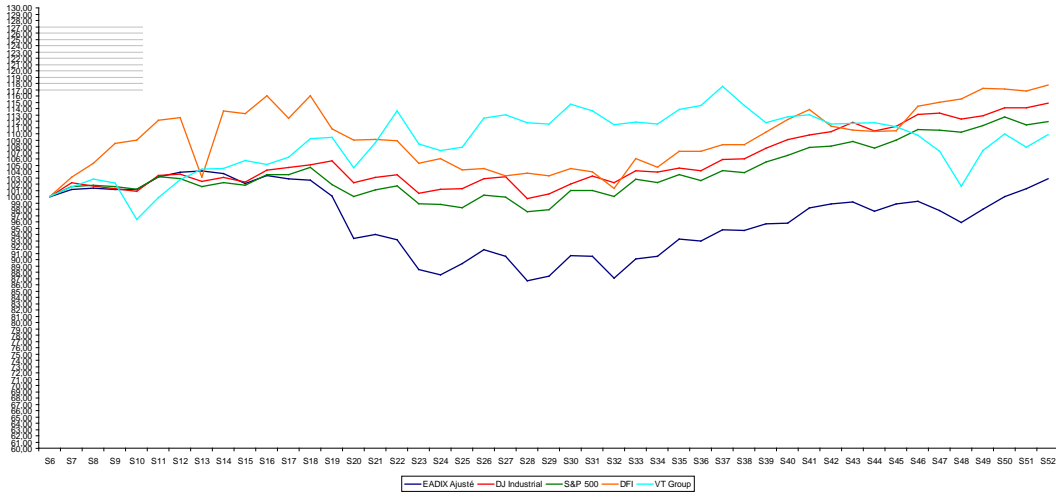


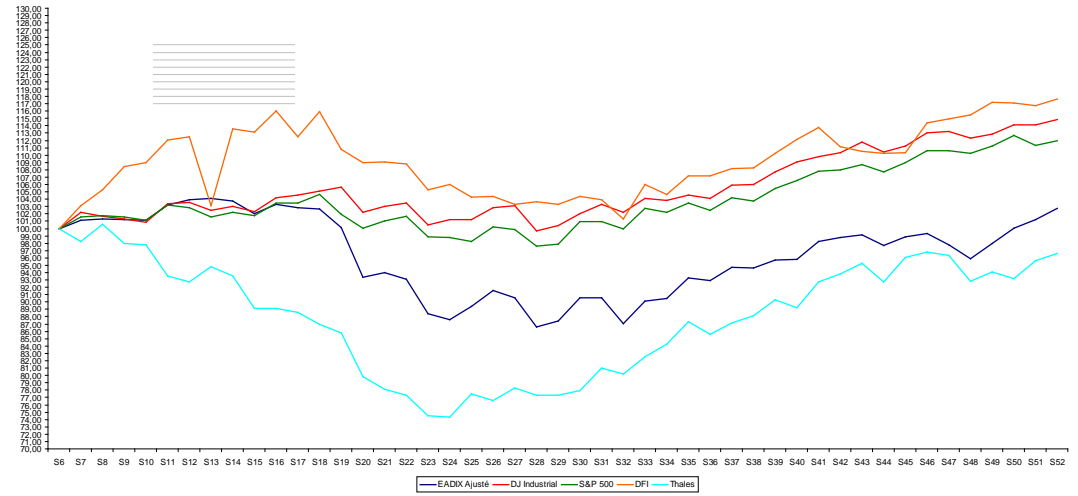
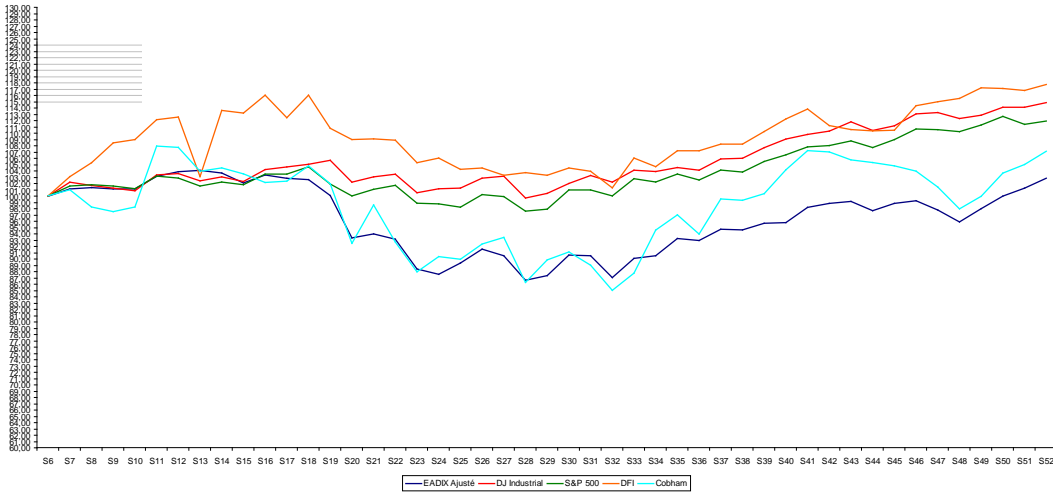
### Évolution de l'indice EADIX 14 en 2006 (Indice base 100 au 10/02/2006)











### Grille d'analyse sur les variations des titres

	Variation du Titre		Ampleur de la variation		Origine de la variation et paramètres concernés	
	+BAS	+HAUT	+BAS	+HAUT	+BAS	+HAUT
<b>EADS</b> (cotation en bourse le 10/07/2000)	-26%	+6,8%	↓↓↓↓	+++	<b>PQ+PC</b> : Retard A380 (dégradation de l'analyse fondamentale due aux pénalités de retard et des possibles annulations de commandes)	<b>PQ</b> : Air China achète des A320 + confirmation de Air-France-KLM de ses commandes d'A380 + proposition d'A400M au Canada (maintien et hausse du carnet de commandes) <b>+ Correction de cours face à la dégringolade de la veille</b>
<b>Bae Systems</b> (cotation en bourse 02/01/1981)	-5,9%	+6,9%	↓↓↓	+++	<b>PQ+PC</b> : déficit des fonds de pension de son personnel - 3 Mds £ (dégradation de l'analyse fondamentale due au versement de 350 millions de Bae à ce fonds)	<b>PQ+PC</b> : L'enquête pour corruption (pots-de-vin à Riyad) stoppée par Tony Blair (anticipation de la conclusion de la vente des 72 Eurofighter par les analystes)
<b>Finmeccanica</b> (cotation en bourse le 02/01/1990)	-4,2%	+3,8%	↓↓	++	<b>PQ</b> : Dette nette en hausse et démenti sur la vente des parts dans MBDA	<b>PQ</b> : Rumeurs d'acquisition d'Ericsson Microwave Systems + annonce d'une enveloppe de 2 Mds€ pour des acquisitions
<b>Rheinmetall AG</b> (cotation en bourse le 02/01/1974)	-7,1%	+6,4%	↓↓↓	+++	<b>ND</b>	<b>ND</b>
<b>Indra Sistemas</b> (cotation en bourse 02/01/1989)	-4,2%	+4,6%	↓↓	++	<b>PQ</b> : Prise de participation de 5% de la banque Cajastur (mauvaise perception des analystes)	<b>PQ</b> : Changement de consensus d'ING de « conserver » à acheter
<b>Safran</b> (Sncma+Sagem) (cotation en bourse le 02/01/1974)	-8,0%	+10%	↓↓↓	++++	<b>PQ+PC</b> : résultats en recul (-35% branche défense et télécom) + avenir incertain pour la direction (problèmes de gouvernance)	<b>PC</b> : Changement au directoire du groupe Safran (Grégoire Olivier ex : Sagem)
<b>Rolls-Royce</b> (cotation en bourse le 20/05/1987)	-4,9%	+5,0%	↓↓	+++	<b>PQ+PE</b> : Décision du Pentagone d'annuler la tranche budgétaire dédiée au second moteur pour le programme JSF (anticipation de perte de revenus sur une tranche de 2,4 Mds \$)	<b>PQ</b> : Très bon bénéfices trimestriels +22% au-delà des attentes des analystes

	Variation du Titre		Ampleur de la variation		Origine de la variation et paramètres concernés	
	+BAS	+HAUT	+BAS	+HAUT	+BAS	+HAUT
<b>Dassault Aviation</b> (cotation en bourse le 02/01/1974)	-6,0%	+5,4%	↓↓↓	+++	<b>PQ</b> : Décision de Dassault de vendre ses parts dans Thales à Alcatel (mauvaise perception de l'opération par les analystes malgré un résultat trimestriel en net hausse)	<b>PQ</b> : Dassault reçoit une commande de 24 Falcon 7X pour 1,1 Md \$ (Hausse du carnet de commandes)
<b>VT Group</b> (cotation en bourse le 15/03/1988)	-5,5%	+5,2%	↓↓↓	+++	<b>PQ+PC</b> : Opération sur titre (Rule 8.3 EPT Disclosure) de VT Group et de BAE sur Babcock sur fond de manipulation de cours.	<b>ND</b>
<b>QinetiQ</b> (cotation en bourse le 13/02/2006)	-6,8%	+7,2%	↓↓↓	+++	<b>PQ+PE</b> : Nouvelle émission de titre couplée aux expériences raté de cotation d'une entité publique à privé.	<b>PQ+PE</b> : Analyse favorable de Merrill Lynch sur QinetiQ (bonnes perspectives et hausse du CA de 13,9%)
<b>Cobham</b> (cotation en bourse le 02/01/1974)	-6,2%	+5,6%	↓↓↓	+++	<b>PQ</b> : baisse d'une recommandation de la banque crédit suisse	<b>PQ</b> : gros contrat avec l'US Army de 49 M\$
<b>Thales</b> (ex : Thomson CSF) (cotation en bourse le 02/01/1974)	-4,3%	+4,5%	↓↓	++	<b>PQ+PC</b> : Avis « sous-pondéré » de JP Morgan (motif : faible rythme de croissance comparé aux industries similaires, faiblesse du titre, inquiétude sur la gouvernance, problème de risque lié à des acquisitions)	<b>PQ</b> : bénéfice en hausse, crédit suisse relève son objectif et cession de l'activité ingénierie de Thales
<b>Saab AB</b> (cotation en bourse le 17/06/1998)	-7,1%	+5,1%	↓↓↓	+++	<b>PE</b> : Incertitude de la vente du Gripen en Inde et risque d'arrêt de la chaîne de production (incertitude sur l'avenir)	<b>PQ</b> : Acquisition des activités de défense du suédois Ericsson Microwave System, + reconduction du contrat avec Airbus + contrat de 20,2 M\$ avec l'US Army + création d'une entité commune avec Denel en Afrique du Sud
<b>Smiths group</b> (cotation en bourse le 02/01/1974)	-4,7%	+5,3%	↓↓	+++	<b>PQ</b> : Avertissement du groupe sur les résultats, opération sur titre et baisse du prix cible du titre par la Dresdner Bank	<b>PQ</b> : Annonce de contrats avec le Royaume-Uni, Etats-Unis (27,3M\$) et la sélection du groupe pour l'équipement du Boeing 747-8 (100M\$)

L'origine des cotations est fondée sur les bases de DATASTREAM

### Dates considérées pour l'analyse

---

<b>EADS</b> +BAS: 14/06/2006 +HAUT: 15/06/2006	<b>Safran</b> +BAS: 13/09/2006 +HAUT: 25/08/2006	<b>Cobham</b> +BAS: 30/05/2006 +HAUT: 23/05/2006
<b>Bae Systems</b> +BAS: 23/02/2006 +HAUT: 15/12/2006	<b>Rolls-Royce</b> +BAS: 22/05/2006 +HAUT: 27/07/2006	<b>Thales</b> +BAS: 22/05/2006 +HAUT: 24/03/2006
<b>Finmeccanica</b> +BAS: 17/05/2006 +HAUT: 23/05/2006	<b>Dassault Aviation</b> +BAS: 15/05/2006 +HAUT: 26/09/2006	<b>Saab</b> +BAS: 22/05/2006 +HAUT: 15/06/2006
<b>Rheinmetall</b> +BAS: 22/05/2006 +HAUT: 26/05/2006	<b>VT Group</b> +BAS: 17/05/2006 +HAUT: 15/06/2006	<b>Smiths</b> +BAS: 10/08/2006 +HAUT : 23/05/2006
<b>Indra sistemas</b> +BAS: 08/06/2006 +HAUT: 15/06/2006	<b>Qinetiq</b> +BAS: 22/05/2006 +HAUT: 30/11/2006	

---



### 2.3 – Analyse boursière de notre échantillon

Sociétés	%CA Défense	%CA Civil	Ecart +Bas +Haut en valeur absolue	Moyenne des écarts en valeur absolue
<b>BAE SYSTEMS</b>	93 %	7 %	<b>12,8 points</b>	<b>11,2 points</b>
<b>SAAB</b>	80 %	20 %	<b>12,2 points</b>	
<b>QINETIQ</b>	76 %	24 %	<b>14 points</b>	
<b>VT GROUP</b>	70 %	30 %	<b>10,7 points</b>	
<b>COBHAM</b>	61,4 %	38,6 %	<b>11,8 points</b>	
<b>FINMECCANICA</b>	55 %	45 %	<b>8 points</b>	
<b>THALES</b>	51,5 %	48,5 %	<b>8,8 points</b>	
<b>INDRA</b>	50 %	50 %	<b>8,8 points</b>	<b>14,9 points</b>
<b>RHEINMETALL AG</b>	40 %	60 %	<b>13,3 points</b>	
<b>DASSAULT AVIATION</b>	38 %	62 %	<b>11,4 points</b>	
<b>ROLLS-ROYCE</b>	29 %	71 %	<b>9,9 points</b>	
<b>EADS</b>	25,4 %	74,6 %	<b>32,8 points</b>	
<b>SMITHS GROUP</b>	25 %	75 %	<b>10 points</b>	
<b>SAFRAN</b>	17,7 %	82,3 %	<b>18 points</b>	

L'analyse des séries boursières de notre échantillon EADIX nous permet de dégager des enseignements sur les entreprises de défense, notamment sur leur degré de sensibilité sur le marché financier en fonction de leur niveau d'exposition au marché de l'armement. En effet, nous remarquons tout d'abord que les valeurs de défense réagissent aux mêmes informations que des entreprises classiques, et par conséquent que notre analyse rejoint les conclusions de Gunther Capelle-Blancard et Nicolas Couderc. Effectivement notre grille d'analyse fait ressortir qu'une mauvaise recommandation d'un analyste financier ou encore l'annonce de résultats décevants constitue l'impact le plus vif sur les entreprises de notre étude (ex : EADS, Safran). Un impact à incidence financière directe (retard de livraison, baisse du carnet de commandes, résultats en baisses, etc.) reste la pénalité la plus virulente sur un titre. L'exemple le plus frappant est celui d'EADS qui a perdu plus de 26 % en une séance suite à l'annonce du retard de livraison de l'A380. Une telle décote s'explique par l'étendue des conséquences financières de ce retard : annulation de commandes, paiement de pénalités, perte de confiance de futurs clients (carnet de commandes anticipées à la baisse, etc.). A ce titre, les plus fortes variations haussières et/ou baissières sont à mettre au crédit des sociétés disposant de la plus forte exposition au marché civil (EADS, Safran, Rheinmetall AG).

Parallèlement, la grille d'analyse fait ressortir que les paramètres complémentaires (PC), telles les incertitudes liées à la gouvernance, ont un impact négatif fort sur les entreprises de défense, mais moindre comparativement aux paramètres quantitatifs. Ils constituent bien souvent un facteur aggravant sur une tendance baissière ou encore stimulant dans un contexte d'incertitude exacerbé. Le cas de Safran reste le plus représentatif de ce phénomène. En effet jusqu'au 13 septembre 2006, et ce malgré les doutes persistants autour de la pertinence de la fusion et les divergences de points de vue dans le gouvernement d'entreprise, le titre Safran n'avait pas connu pareille correction jusqu'à la matérialisation de ce malaise organisationnel par une annonce de résultats en recul.

Enfin, nous avons mené une analyse sur le niveau de l'ampleur des variations à l'annonce d'une information à caractère financier, environnant ou complémentaire. Aussi, si on considère les entreprises ayant un chiffre d'affaires civil supérieur à 50 %, nous remarquons que l'écart moyen en valeur absolue entre la plus forte baisse et la plus forte hausse se situe à 14,9 points pour ces entreprises, alors que cet écart se situe à 11,2 points pour les entreprises à dominante défense. Une analyse plus fine fait ressortir 2 grands enseignements :

1. Les entreprises à majorité défense (QinetiQ, VT Group, Bae systems, Thales<sup>77</sup>) sont moins sensibles aux impacts (écart moyen de 11,7 points) que les entreprises à dominante civile (Rolls Royce, Smiths Group, Safran, EADS, Dassault Rheinmetall) (écart moyen de 15,9 points) ;
2. Les entreprises avec un portefeuille d'activité équilibré (Finmeccanica, Thales, Cobham) sont celles qui sont les moins sensibles aux différents impacts (écart moyen de 8,5 points).

Aussi, nous avons constaté que les entreprises ayant **une répartition à dominante défense** sont **moins volatiles** aux différentes annonces, et cela est d'autant plus vérifié pour des entreprises à portefeuille d'activités équilibré. Ce résultat n'est pas étonnant surtout lorsqu'on connaît la vision des analystes financiers sur ces valeurs dites de « bon père de famille ». La performance honorable, *ceteris paribus*, de l'indice EADIX est là pour rappeler que les valeurs « Aéronautique-Armement » ne sont pas des titres à vocation spéculative, ou encore à rendement dynamique, mais plutôt des valeurs défensives dans le sens où elles permettent des placements à moindre risque. Comme nous l'avons souligné dans les précédentes parties, les entreprises de défense sont largement tributaires des commandes étatiques. La dimension stratégique de leurs activités constitue un facteur « adoucissant » pour les analystes financiers dans la mesure où la visibilité est forte dans ce domaine puisque l'essentiel des commandes sont des programmes pluriannuels.

### **3 – Conclusions : Spécificités des entreprises de défense européennes**

#### ***3.1 – La rentabilité et le risque de change mis en cause***

Si nous nous référons aux performances boursières, celles des entreprises européennes sont en moyenne inférieures de 15-20 % par rapport aux entreprises américaines. En se fondant sur l'indice EADIX, nous remarquons que la performance des entreprises européennes, sur une période donnée, était de 6,56 % alors que le DFI marquait une performance de plus de 25 %. Cette sous-performance se justifie directement par une profitabilité (Marge opérationnelle [EBIT/Chiffres d'affaires]) inférieure en moyenne de 20 % : environ 7-8 % en Europe<sup>78</sup>, contre 9-11 % pour les entreprises américaines comme Lockheed Martin, Raytheon, L3 Com. Nous pouvons remarquer que les meilleures performances ont été réalisées par celles dont l'exposition au marché américain (1<sup>er</sup> marché mondial de défense) est la plus importante et dont la couverture de change s'est avérée être la plus efficace (ex : BAE Systems). *A contrario*,

---

<sup>77</sup> Hors QinetiQ, nouvellement cotée, cet écart se situe à 11,1 points.

<sup>78</sup> Hors EADS.

les sociétés ayant subi de nombreuses restructurations internes ainsi que d'importants retards sur certains programmes phares ont été très pénalisées (ex : Safran, Thales, EADS...).

Au-delà des aspects purement financiers, il convient de souligner l'incidence du risque de change sur le résultat d'exploitation de ces entreprises. Même si ces entreprises ont recours aux instruments financiers pour couvrir leur risque de change, le renouvellement annuel de leur couverture (*mark-to-market*) a tout de même un coût, et par conséquent pèse aussi sur les résultats. L'exemple d'EADS illustre bien l'incidence d'un taux de change défavorable sur le résultat d'exploitation (-900 millions d'euros en 2006). Néanmoins, cette sensibilité est variable selon le degré d'ouverture des entreprises aux marchés internationaux, au marché de la défense, mais aussi à celui de l'aéronautique civile. Nous avons pu observer que les entreprises disposant d'un portefeuille d'activités suffisamment équilibré entre civil et militaire sont moins volatiles sur le marché financier. Sur ce point, une entreprise comme Thales<sup>79</sup> est beaucoup moins vulnérable aux variations de change compte tenu de sa stratégie multidomestique, de son positionnement sur le marché de la défense (3/4 de son chiffre d'affaires), mais aussi de son positionnement marginal sur le marché de l'aéronautique civile (15 % de son chiffre d'affaires).

### **3.2 – Un environnement difficilement appréciable...**

L'analyse financière des entreprises de défense repose en grande partie sur des variables exogènes, qui sont aussi importantes que les variables purement financières. Certaines banques d'affaires ont tenté de modéliser ces paramètres environnants – les dépenses de défense américaines – pour mieux appréhender et anticiper les évolutions intervenant dans ce secteur. Une transposition méthodologique sur les budgets de défense européens reste fastidieuse et difficilement réalisable en raison de leurs hétérogénéités et de l'opacité liée à leurs évolutions. Parallèlement, la diversité des positions politiques<sup>80</sup> des pays de l'Union sur la scène internationale, sans compter sur les disparités de l'opinion publique sur les questions de défense, ne permet pas de disposer d'une vision claire sur les évolutions de ce secteur d'activités. De plus, les vagues de restructurations qu'a connu l'Europe jusqu'en 2002 ne permettent pas d'effectuer une analyse chronologique poussée de l'industrie de la défense. Ce manque de profondeur historique, donc de tendances facilement projetables, n'aide pas à analyser le secteur de la défense européen. En effet, la plupart des sociétés américaines offrent un historique de plusieurs dizaines d'années, alors qu'en Europe elles remontent difficilement au-delà de 2002.

Enfin, à l'image d'EADS ou de Safran, les entreprises de défense européennes connaissent des problèmes de gouvernance, représentatifs de la désunion entre les États de l'Union. Ce n'est même plus la présence de l'État dans le capital des sociétés de défense qui pose problème, mais les circuits d'indécisions, d'incohérence et des remaniements fréquents qui ponctuent l'actualité du secteur, qui poussent les analystes financiers à être plus prudents sur ces entreprises. Cette instabilité est d'autant plus corroborée par les annonces successives, souvent sans

---

<sup>79</sup> L'étude est fondée sur l'analyse statistique couvrant la période 2006-2007. Le groupe Thales vise une répartition 50/50 entre civil et militaire pour les 5 années à venir.

<sup>80</sup> Proaméricain ou non.

logique apparente, sur d'éventuels acquisitions ou rapprochements entre industriels du secteur, la fusion Snecma-Sagem (actuel Safran) en est une parfaite illustration. Ces incertitudes démontrent le manque de maturité des entreprises de défense européennes et, plus ennuyeux, elles soulignent le manque de crédibilité de l'industrie européenne aux yeux de la communauté financière.



## ANNEXE - Structure d'endettement des entreprises de l'indice EADIX

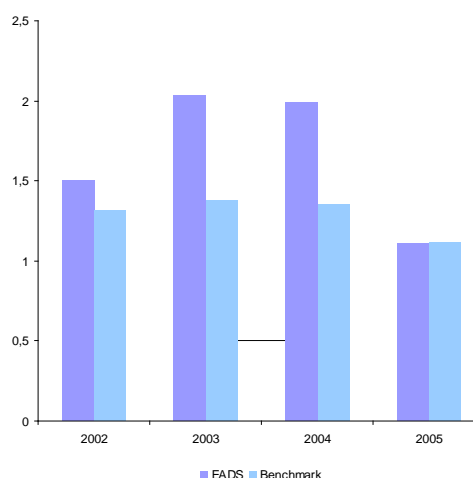
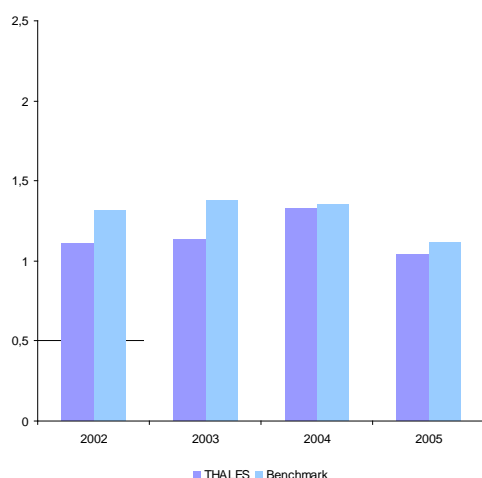
Dans cette partie de l'étude, nous nous sommes basés sur trois indicateurs significatifs sur les moyens de financement à court/moyen et long termes des sociétés de défense. Dans la première section, nous avons souligné que l'industrie de la défense était caractérisée par une trésorerie excédentaire ainsi que par un niveau d'endettement sensiblement bas. Grâce à ces trois indicateurs, nous pourrions mieux nous rendre compte de ces caractéristiques d'endettement des groupes de défense européens.

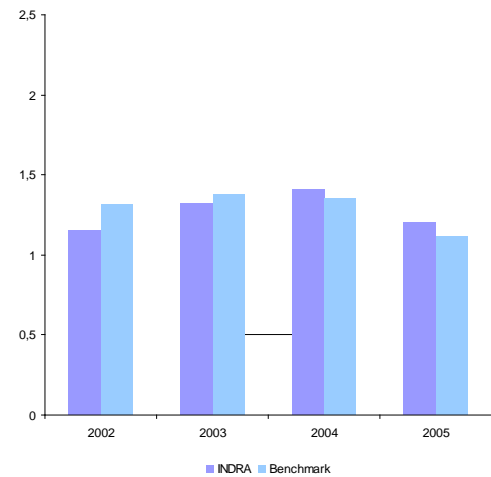
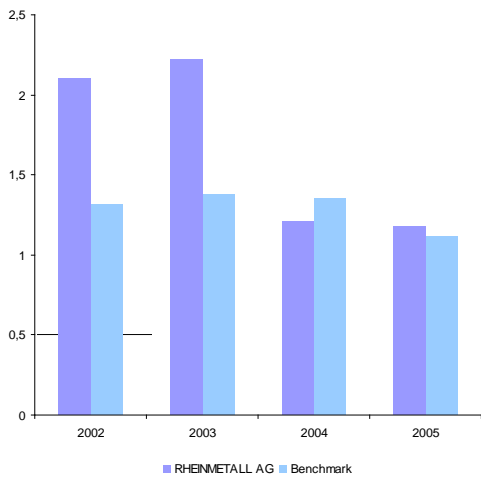
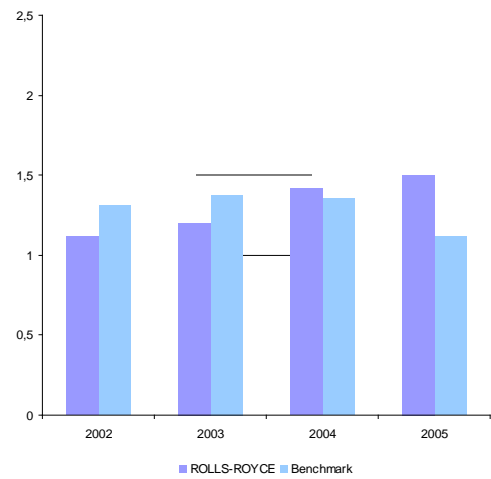
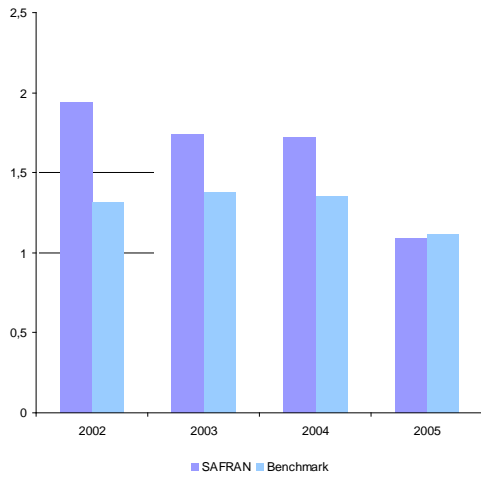
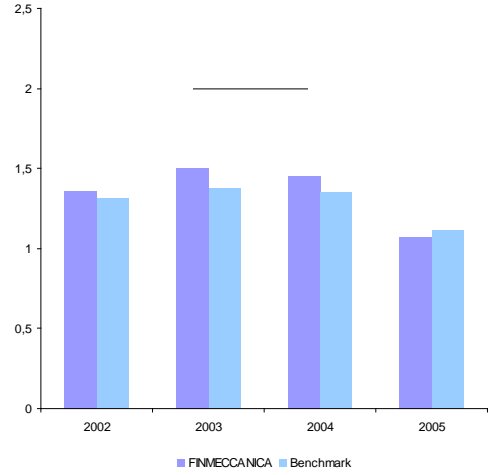
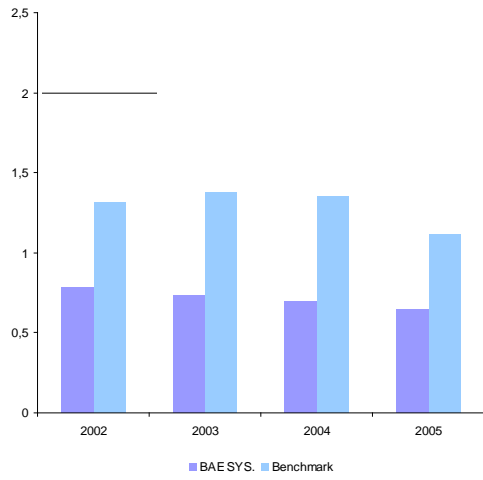
Tout d'abord, nous avons considéré le ratio de liquidité générale. Ce ratio permet de vérifier que les actifs de court terme (-1 an) couvrent les dettes de court terme (-1 an). C'est donc un indicateur de solvabilité, c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à honorer ses dettes à court terme. Cet indicateur va nous permettre d'apprécier la structure d'endettement de court terme des entreprises de défense, et donc d'en apprécier leur stratégie de captation de moyens de financement de court terme.

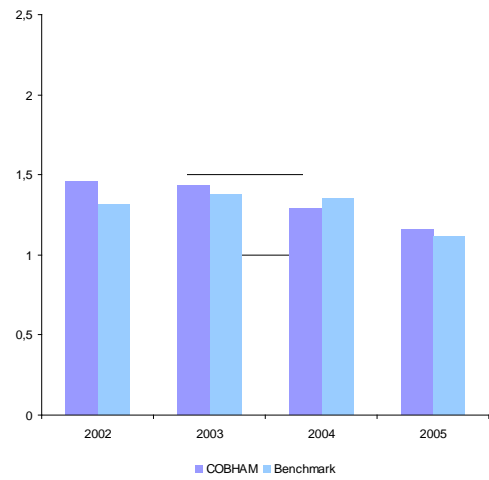
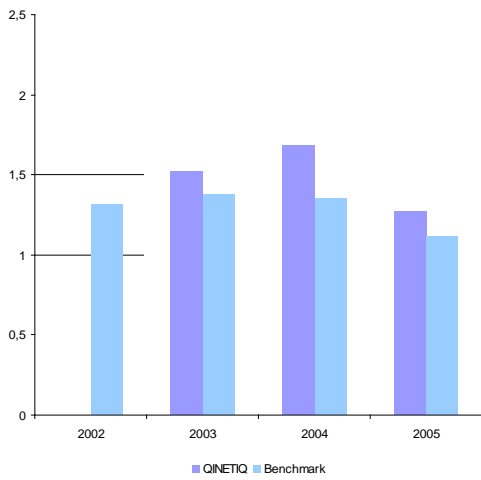
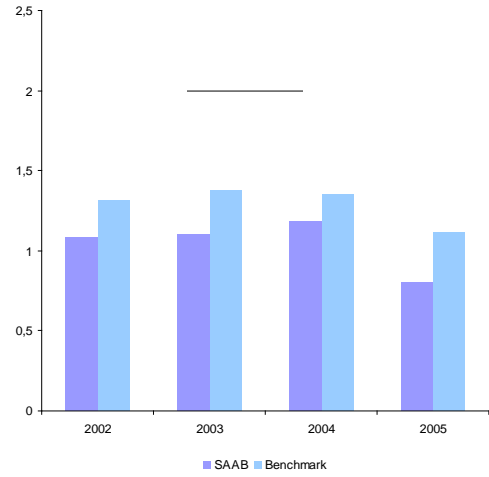
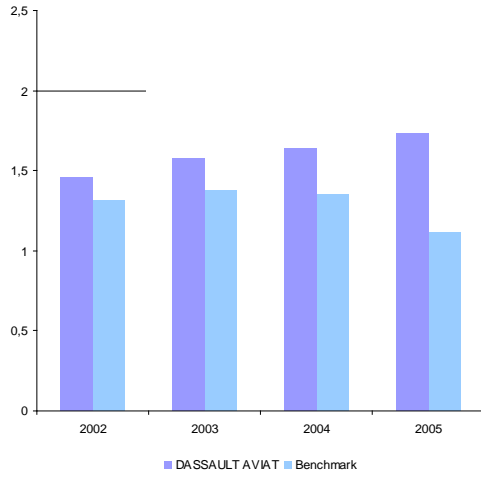
Sur la question de la dette de long terme, nous avons pris en compte le ratio dettes sur capitaux propres. Ce ratio est utilisé pour évaluer la solvabilité et la capacité d'une entreprise à acquérir des capitaux propres. Il indique le rythme de l'évolution de la créance d'une entreprise, c'est-à-dire sa capacité à emprunter ou à rembourser ses avoirs.

A ces deux ratios, nous avons observé les notations des deux grandes agences de rating, à savoir *Standard & Poors* et *Fitch rating*.

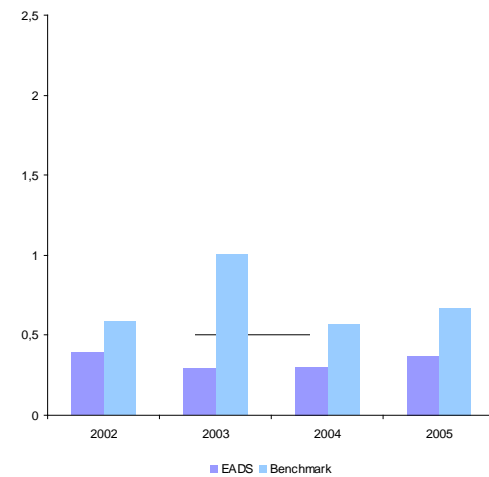
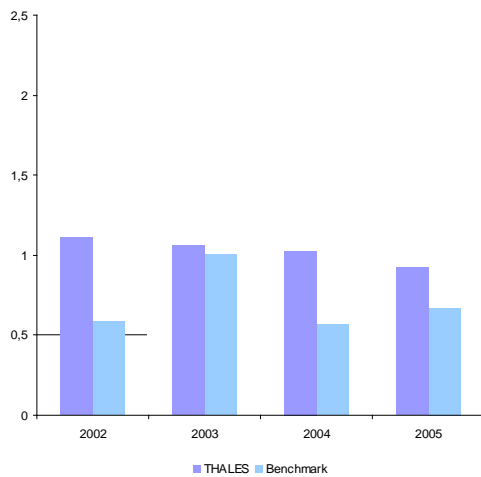
Structure d'endettement à CT des 14 sociétés de défense par rapport au référent (Benchmark)



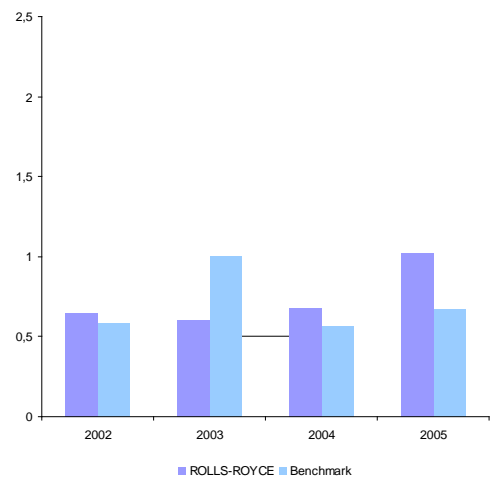
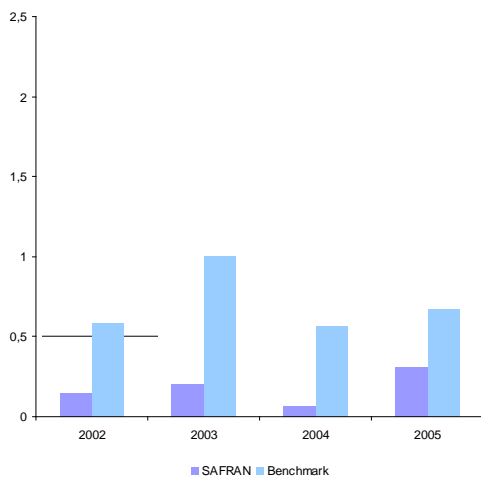
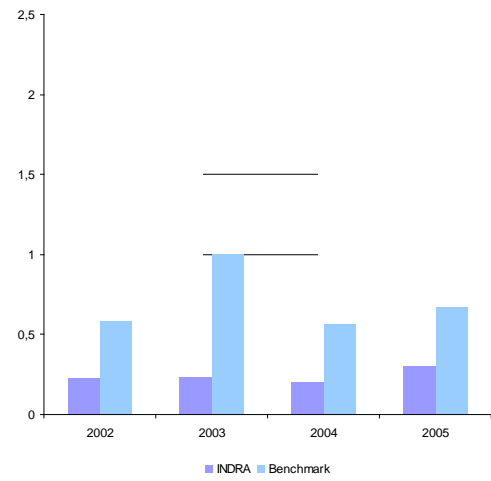
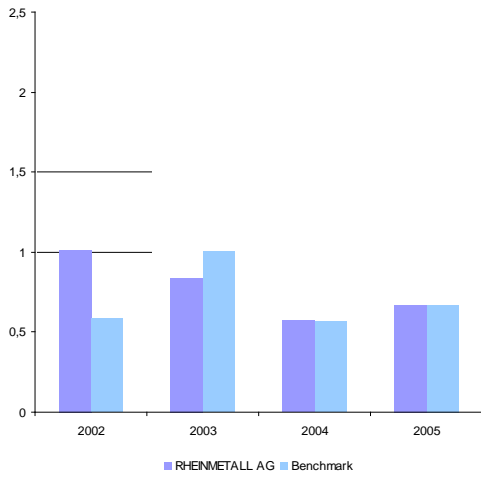
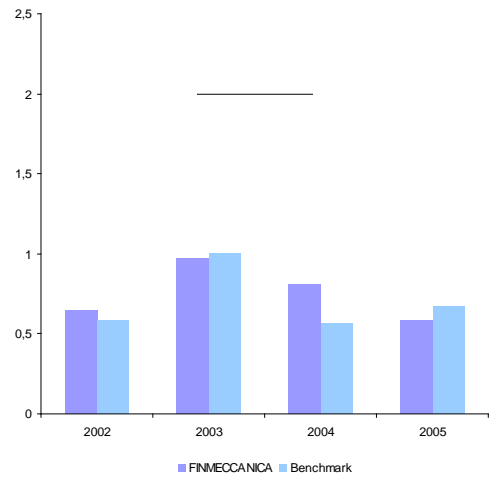
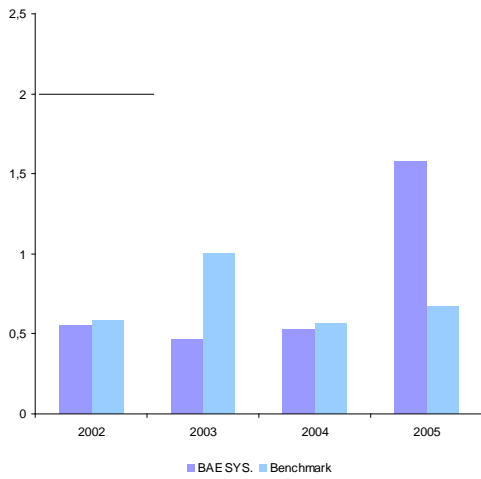


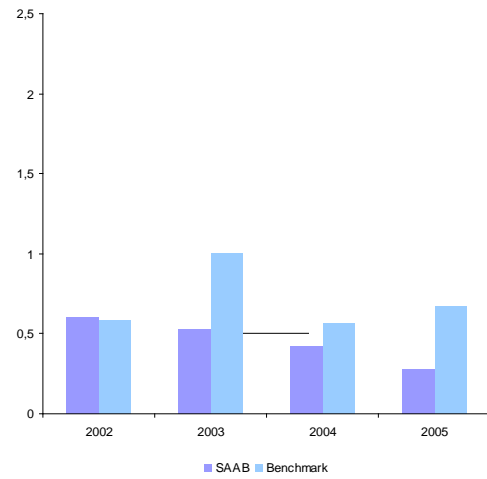
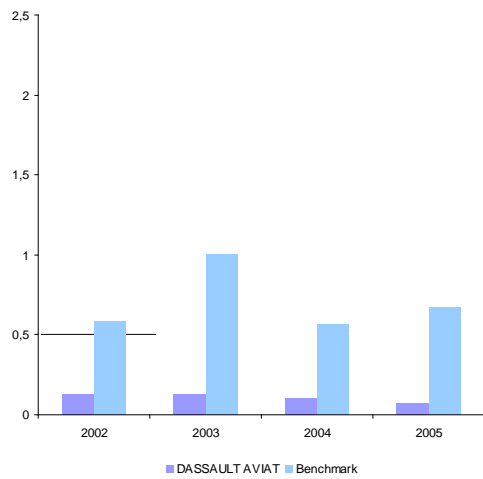
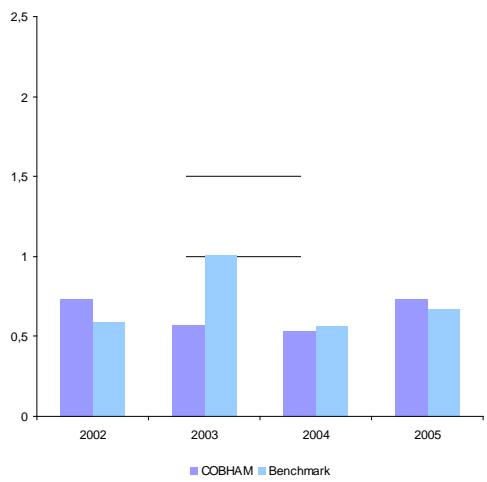
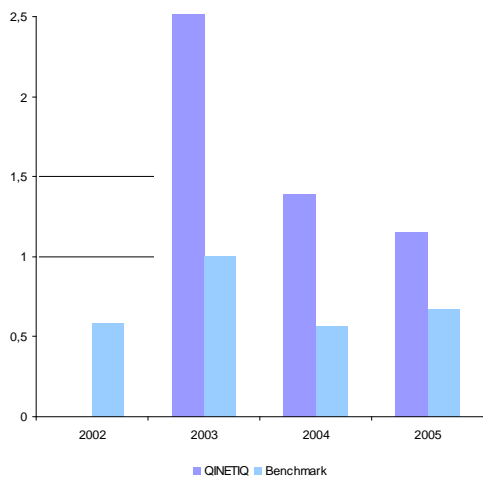
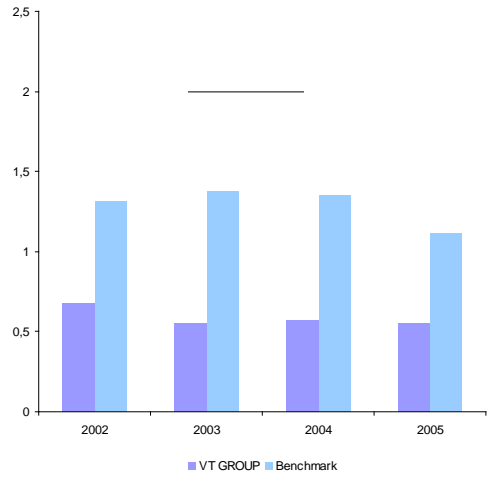
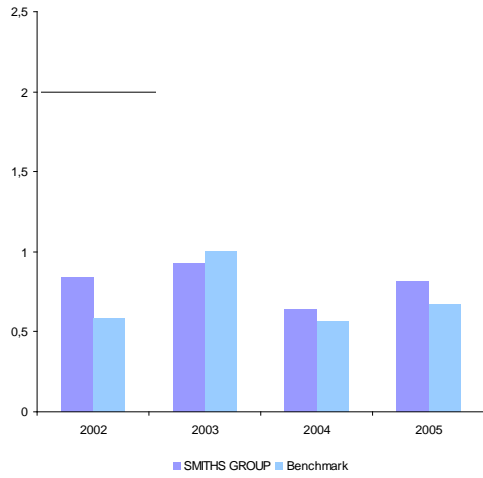


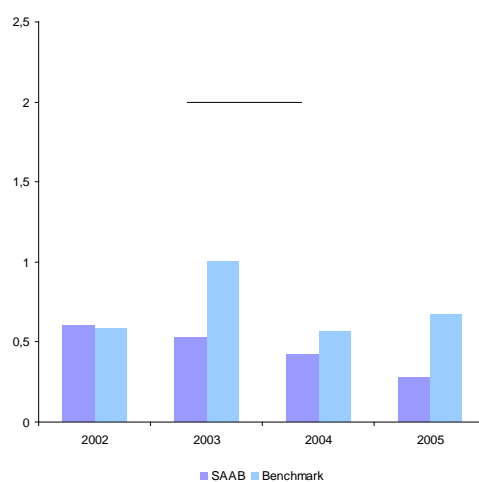
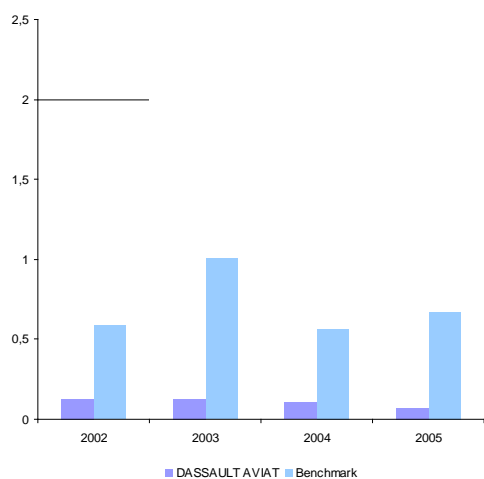
**Structure d'endettement à LT des 14 sociétés de défense par rapport au référent (Benchmark)**











## Évolution des ratios d'endettement à CT et LT

Entreprise	2006		2005		2004		2003		2002		2001	
	CR	D/E	CR	D/E	CR	D/E	CR	D/E	CR	D/E	CR	D/E
THALES	-	-	1,04	0,92	1,33	1,03	1,13	1,06	1,11	1,11	1,34	1,55
EADS	-	-	1,11	0,37	1,99	0,30	2,03	0,29	1,50	0,39	1,12	0,66
BAE SYSTEMS	-	-	0,65	1,58	0,70	0,53	0,73	0,47	0,78	0,55	0,96	0,53
FINMECCANICA	-	-	1,07	0,59	1,45	0,81	1,50	0,97	1,36	0,65	1,36	0,81
RHEINMETALL AG	-	-	1,18	0,67	1,21	0,57	2,22	0,84	2,10	1,01	1,74	2,02
INDRA	-	-	1,20	0,30	1,41	0,20	1,32	0,24	1,15	0,23	1,16	0,17
SAFRAN	-	-	1,09	0,31	1,72	0,06	1,74	0,20	1,94	0,15	2,00	0,27
ROLLS-ROYCE	-	-	1,50	1,02	1,42	0,68	1,20	0,60	1,12	0,65	1,25	0,67
SMITHS GROUP	1,28	0,77	1,32	0,82	1,39	0,64	1,25	0,93	1,29	0,84	-	-
VT GROUP	0,96	0,82	0,55	0,55	0,57	0,65	0,55	0,70	0,68	0,62	-	-
DASSAULT AVIATION	1,11	0,09	1,73	0,07	1,64	0,108	1,58	0,123	1,46	0,128	-	-
SAAB	0,87	0,22	0,80	0,28	1,18	0,42	1,10	0,53	1,08	0,60	-	-
QINETIQ	1,31	0,87	1,27	1,15	1,68	1,39	1,52	6,52	-	-	-	-
COBHAM	-	-	1,16	0,73	1,29	0,53	1,43	0,57	1,46	0,73	1,14	0,80
<b>Moyenne</b>	<b>1,11</b>	<b>0,55</b>	<b>1,12</b>	<b>0,67</b>	<b>1,36</b>	<b>0,57</b>	<b>1,38</b>	<b>1,00</b>	<b>1,31</b>	<b>0,59</b>	<b>1,34</b>	<b>0,83</b>

### Notation des groupes de Défense EADIX 14

Entreprise	S&P ratings	Fitch Ratings
THALES	A-/Negative/A-2	A-/Stable/F2
EADS	BBB+/Stable/A-2	A-/Negative/F2
BAE SYSTEMS	BBB/Stable/A-2	BBB/Stable/F2
FINMECCANICA	BBB/Stable/A-2	BBB/Positive/F2
RHEINMETALL AG	BBB/Watch Neg/A-3	BBB/Stable/F2
INDRA	ND	ND
SAFRAN	ND	ND
ROLLS-ROYCE	A-/Stable/A-2	BBB+/Positive/F2
SMITHS GROUP	BBB+/Stable/A-2	ND
VT GROUP	ND	ND
DASSAULT AVIATION	ND	ND
SAAB	ND	ND
QINETIQ	ND	ND
COBHAM	ND	ND