



Philippe Petitcolin

deel van de omzet wordt net als bij de motoren verdiend met onderhoud. Bijna de helft van de verkochte remsystemen bijvoorbeeld is minder dan vijf jaar oud, op het onderhoud daarvan zal Safran nog jaren een stabiele inkomstenstroom halen.

Tot slot is Safran ook nog actief in defensiemateriaal (omzet 2017: 1,4 miljard euro), waar het concurreert met bijvoorbeeld het Britse BAE Systems. Safran produceert onder andere optische systemen voor militaire doeleinden, die worden toegepast bij verkenning, identificatie van doelwitten, afstandmeting en projectielgeleiding. Het bedrijf is binnen deze defensie-nichemarkt de grootste speler in Europa.

Hoewel het bedrijf ook hier op het eerste oog zou kunnen profiteren van zelf opgebouwde goodwill (denk aan langjarige relaties met de Franse overheid) en overstapdrempels (dankzij langjarige onderhoudscontracten) zijn de behaalde marges een stuk minder indrukwekkend, met slecht 7 procent operationele winstmarge. Gelukkig is deze

divisie maar verantwoordelijk een beperkt deel van de totale omzet en winst van Safran.

OVERNAME ZODIAC VORMT BELANGRIJKSTE RISICO

Het grootste risico voor Safran vormt de begin 2018 afgeronde overname van cabinebouwer Zodiac, die 8,7 miljard euro kostte. Die aankoop leidde tot een felle discussie met het activistische investeringsfonds TCI dat de prijs te hoog vond voor een in hun ogen kwalitatief minder bedrijf. Safran kon volgens TCI beter eigen aandelen inkopen.

Zodiac had op het moment van de overname meermaals een door productieproblemen veroorzaakte winstwaarschuwing uitgestuurd. Wat verder meespeelde bij de weerstand van TCI is dat het bouwen van vliegtuigstoelen en -toiletten een minder ingewikkelde tak van sport is dan het bouwen van vliegtuigmotoren.

De toetredingsdrempels voor nieuwe concurrenten zijn op deze markt een stuk lager, er is dan ook meer concurrentie en minder onderhandelingskracht richting



Safran is een betrouwbare dividendbetaler, het bedrijf heeft tenminste vanaf 1989 altijd dividend uitbetaald. In de laatste vijf jaar werd de uithering met gemiddeld 4 procent per jaar opgehoogd. De payoutratio - dividend gedeeld door winst - bedroeg 40 procent in 2017. Safran heeft in zijn jaarverslag geen expliciet dividendbeleid geformuleerd. Dankzij de lage payoutratio en voorspelbare omzetgroei is echter de kans op dividendverlagingen klein.

afnemers als Boeing en Airbus. Het rendement op het geïnvesteerde kapitaal bij Zodiac ligt op dit moment dan ook fors onder de kostenvoet van kapitaal.

Volgens het management van Safran zijn er echter sterke verbeteringen mogelijk en zal Zodiac in staat blijken na drie jaar weer een rendement te realiseren boven de kostenvoet van kapitaal. Zodiac zou daarnaast een aantrekkelijker bedrijfsmodel hebben dan menig aandeelhouder denkt, dankzij een sterke marktpositie en veel terugkerende omzet zal Zodiac op den duur een aantrekkelijke overname moeten blijken, aldus Safran.

De tijd zal moeten leren of Safran goed heeft gedaan aan deze miljardovername, of dat het bedrijf achteraf toch beter grote aantallen eigen aandelen had kunnen inkopen. De hoofdactiviteit van Safran, het bouwen van vliegtuigmotoren en -systemen, blijft echter nog jaren een aantrekkelijke bron van stabiele inkomsten waarmee eventuele tegenvalsters door de overname kunnen worden opgevangen.

FLINK OPGELOPEN WAARDERINGS-RATIO DOOR VERBETERDE VOORUITZICHTEN

De koers van het aandeel Safran is het afgelopen jaar flink opgelopen, al is deze recent weer iets teruggeslagen. De ondernemingswaarde (beurswaarde plus nettoschuld) van Safran bedraagt veertien keer het bruto bedrijfsresultaat (ebitda). De belangrijkste verklaring zit hem uiteraard in de verwachting dat de verdien capaciteit van Safran ook de komende jaren stevig toeneemt.

Zo stijgt de vraag naar onderhoudsdiensten voor de CFM56-motor naar verwachting met ten minste hoog enkelvoudige cijfers en lijkt de nieuwe Leap-motor een groter succes te worden dan analisten vooraf hadden verwacht. Als Safran de verwachtingen inlost, zal het bedrijf zijn huidige waardering meer dan waard blijken.