

(GE). Safran maakt de *narrow-body* motoren voor de kleinere vliegtuigen van Airbus en Boeing, die samen naar schatting meer dan 90 procent van deze markt in handen hebben.

Het oudere type CFM56-motor dat het bedrijf produceert, zit in ongeveer 80 procent van de huidige Airbus A320 en Boeings 737, een gelijk aandeel heeft het bedrijf nu met zijn nieuwe motor, de 'Leap', in de nieuwe generatie 737 MAX en Airbus A320-neo toestellen. Inmiddels zitten de motoren van Safran in 30.000 vliegtuigen, waardoor het bedrijf tevens een stabiele jaarlijkse omzet uit onderhoud genereert. De meeste CFM56-motoren zijn zelfs jonger dan tien jaar en hebben daarom nog nooit een grote onderhoudsbeurt gehad, een gunstig perspectief voor Safran, onderhoud levert namelijk de hoogste winstmarges op. Naast de stabiele onderhouds- en reparatieinkomsten, goed voor 40 procent van de totale omzet, kan het bedrijf een flink aantal nieuwe motoren leveren de komende jaren.

Op dit moment is de nieuwe Leap-motor goed voor 79 procent van de toekomstige narrow-body motoren en heeft het bedrijf ruim 11.000 orders te vullen. Dat levert

genoeg werk voor het komende decennium. Daarnaast zitten gekoppeld aan de verkoop van deze motoren vrijwel altijd onderhoudscontracten met een duur tot wel vijftien jaar. Safran/GE en zijn concurrent United Technologies (dat het motorenmerk Pratt & Whitney in huis heeft) hebben samen een duopolie op deze markt, dat naar verwachting nog zeker tien jaar zal standhouden. Ook in de *wide-body* markt is Safran samen met GE actief via een 25 procent belang in de GE90, op dit moment de enige geschikte motor voor de Boeing 777. Daarnaast levert het bedrijf ook motoren voor de 787 Dreamliner en de Airbus A350 en A380.

De eindklanten van Safran, de luchtvaartmaatschappijen, zullen over het algemeen terughoudend zijn met het wisselen van motoren. Een wissel kost namelijk tijd en vergt forse investeringen, daarbij moet het onderhoudspersoneel opnieuw worden getraind. Ongeplande problemen met een nieuwe motor kunnen zelfs desastreus zijn als het betekent dat minder vliegtuigen in de lucht zijn, of – in het ergste geval – uit de lucht vallen. Luchtvaartmaatschappijen kunnen zich met hun flinterdunne marges geen missers permitteren. Deze factoren vormen de kern van het duurzame concurrentievoordeel van Safran. Iets wat zich ook uit in een rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) dat al jaren ruimschoots de kostenvoet van kapitaal overtreft.

Safran is ook actief op de markt voor defensiemateriaal, met optronica, avionica, elektronica en drones. Op deze tevens lucratieve markt concurreert het met specialisten als BAE Systems.

#### WAAROM AANTREKKELIJK VOLGENS JOEL GREENBLATT?

Hedgefondsmanager en auteur van *The Little Books That Beats the Market* gebruikt bij de analyse van aandelen zijn eigen *magic formula*. Bedrijven waarin Greenblatt wil beleggen moeten goedkoop zijn,



**LUCHTVAART-  
MAATSCHAP-  
PIJEN KUNNEN  
ZICH MET HUN  
FLINTERDUNNE  
MARGES GEEN  
MISSERS  
PERMITTEREN.  
DAT IS DE  
KERN VAN HET  
DUURZAME  
CONCURRENTIE-  
VOORDEEL VAN  
SAFRAN**

maar geen duurkoop. Om die reden bestaat de magische formule uit twee variabelen. Greenblatt wil om te beginnen alleen in kwalitatief sterke bedrijven beleggen, dat uit zich in de magische formule via het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC). Hierbij wordt de operationele winst (ebit) gedeeld door de investeringen in vaste activa en het werkkapitaal. De ROIC voor aftrek van belasting bedraagt bij Safran ruim 20 procent. Om vervolgens ook te beoordelen of een aandeel goedkoop genoeg is, kijkt Greenblatt naar de *earnings yield*, die berekend wordt door de operationele winst te delen door de ondernemingswaarde (EV). Hoe hoger de earnings yield hoe aantrekkelijker het aandeel, bij Safran bedraagt deze een nette 9 procent. Volgens de definitie van Greenblatt is Safran dus een bovengemiddeld goed bedrijf tegen een benedengemiddelde prijs.

#### WAT VINDEN ANALISTEN?

Beleggingsanalisten zijn gematigd positief over Safran met 11 koopadviezen, 9 houdadviezen en slechts 1 verkoopadvies. Analisten zijn volgend jaar margedruk vanwege de ontwikkelingskosten van de nieuwe Leap-motor, optimisten wijzen echter op de tijdelijke aard hiervan.

BEDRIJF	bron: Bloomberg		
	2016	2017	2018
<b>Safran SA</b>			
K/W-ratio	16,3	15,7	14,2
Ebit-marge	14,1%	13,8%	13,9%
ROIC (Ebit/Invested Cap.)	21,0%	20,6%	20,8%
Earnings yield (Ebit/EV)	9,2%	9,5%	10,3%
Dividendrendement	2,5%	2,6%	2,8%
Brutoschuld/ Ebitda	1,3	1,3	1,2
<b>BAE System PLC</b>			
K/W-ratio	13,7	12,8	12,2
Ebit-marge	9,7%	10,1%	10,3%
ROIC (Ebit/Invested Cap.)	14,4%	15,0%	15,3%
Earnings yield (Ebit/EV)	9,3%	10,3%	10,9%
Dividendrendement	3,9%	4,0%	4,2%
Brutoschuld/ Ebitda	2,0	1,9	1,9