

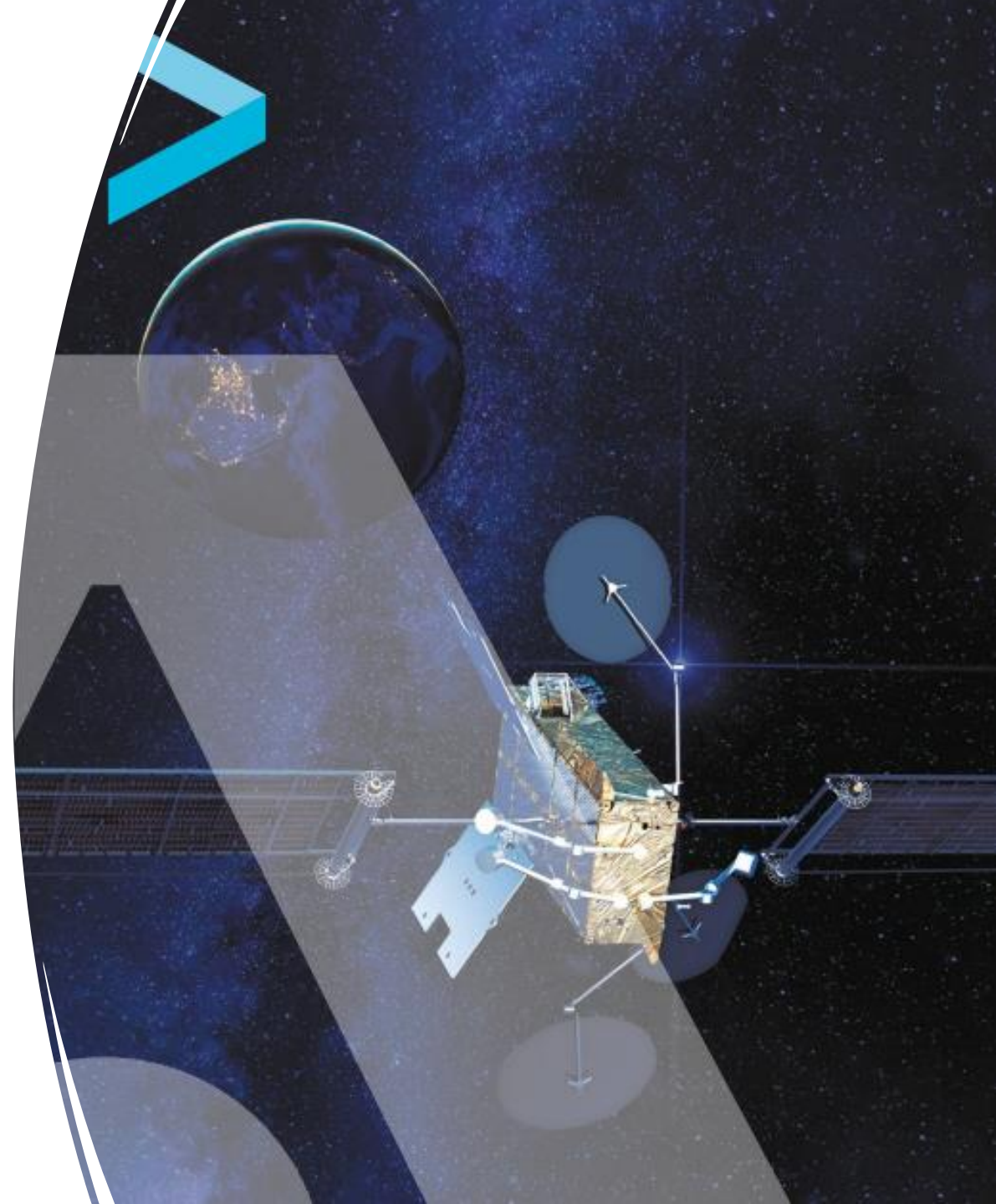
The Thales logo is displayed in a dark blue, bold, sans-serif font. The letter 'A' is stylized with a small teal dot in its center. The logo is positioned on the left side of the slide, partially enclosed by a large, light blue, curved graphic element that resembles a stylized 'T' or a protective shield.

THALES

Présentation Thales

Sommaire

- 1) Introduction
- 2) Informations générales
- 3) Détails des activités
- 4) Modèle économique
- 5) Rentabilité
- 6) Prévisions
- 7) Valorisation
- 8) Conclusion



1) Introduction

- Thales est un groupe d'ingénierie qui devrait bénéficier d'une excellente visibilité:
 - Augmentation des budgets militaires en Europe
 - Ventes de Rafale à l'export, avec un carnet de commandes fourni
 - Participation de 35% dans Naval Group : expertise reconnue dans les sous-marins

- Des relais de croissance existent, notamment dans la division DIS :
 - Des acquisitions transformantes:
 - Gemalto en 2019 (4,8Md€)
 - Imperva en 2024 (3,6Md\$)

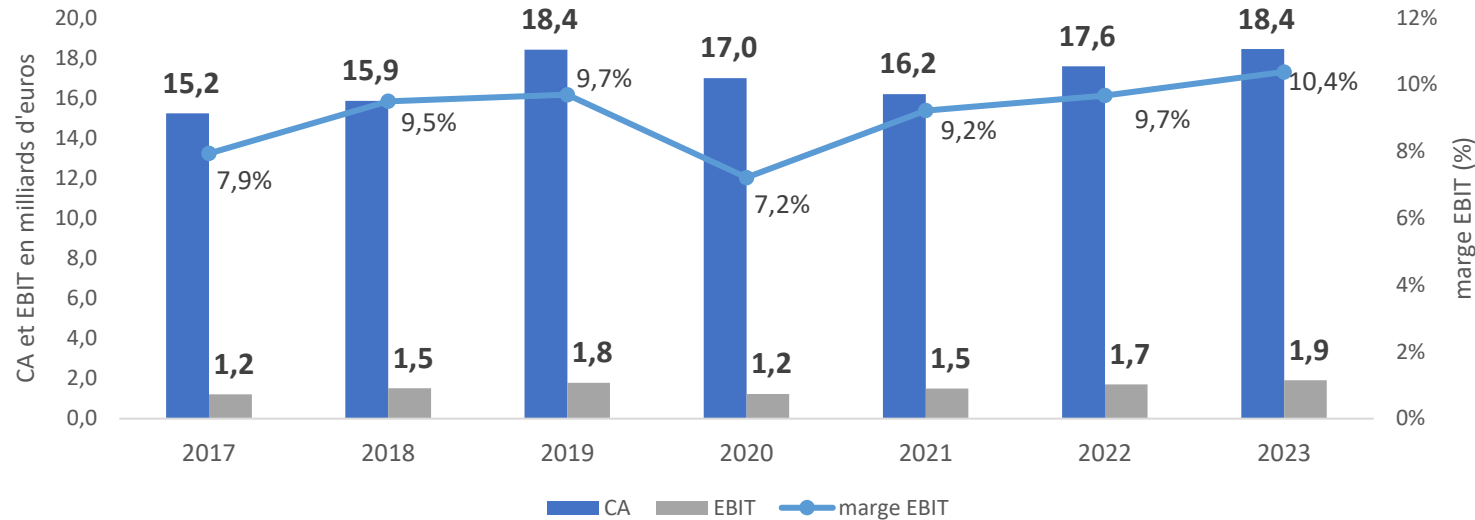
- La R&D du groupe est au $\frac{3}{4}$ financée par ses clients : c'est l'atout essentiel de son modèle économique.

- Thales a recruté environ 9000 personnes en moyenne sur les 5 dernières années, dont 40% d'ingénieurs. L'attractivité du groupe est un enjeu majeur.

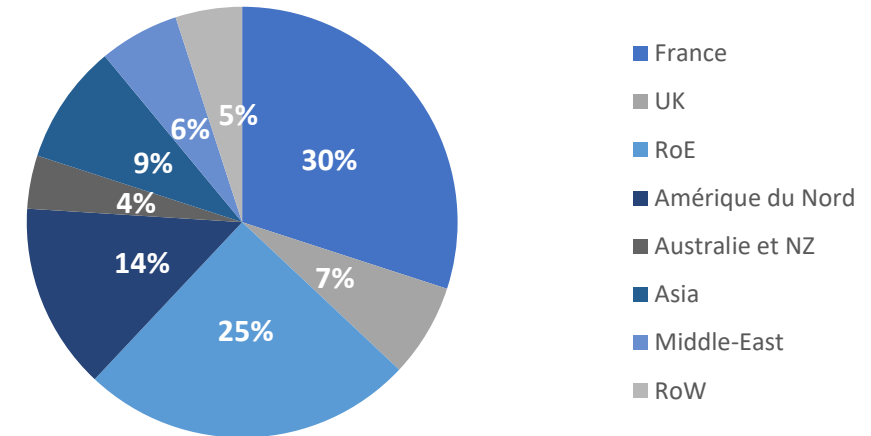
- Flottant limité : l'Etat Français détient 26% du capital et Dassault Aviation en détient 25%.

2) Informations générales

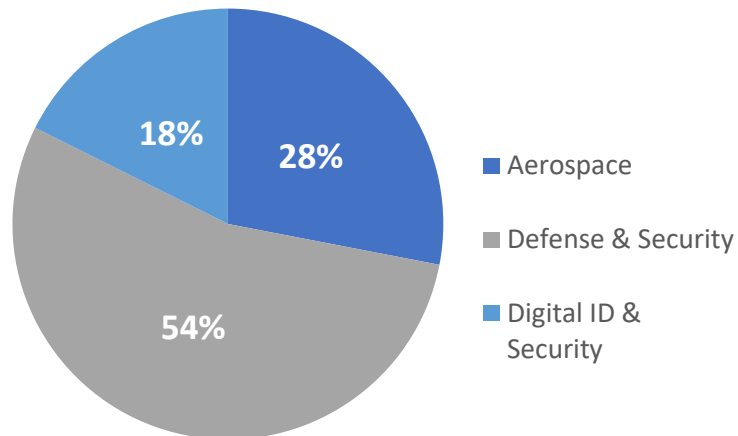
Evolution du CA, EBIT et marge EBIT



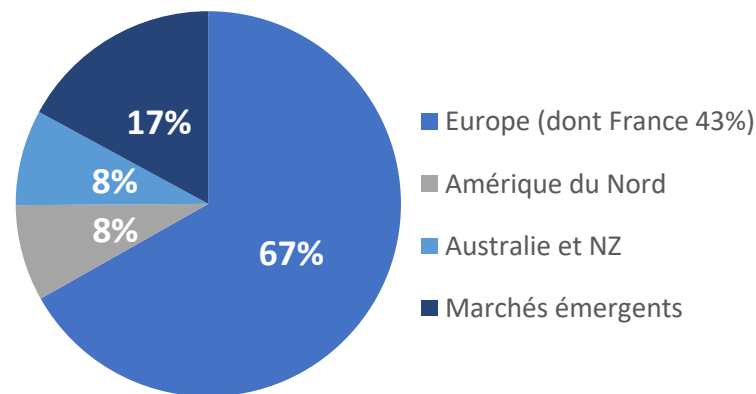
Répartition géographique du CA en 2023



Répartition par division du CA en 2023



Répartition géographique du CA de la division D&S en 2023



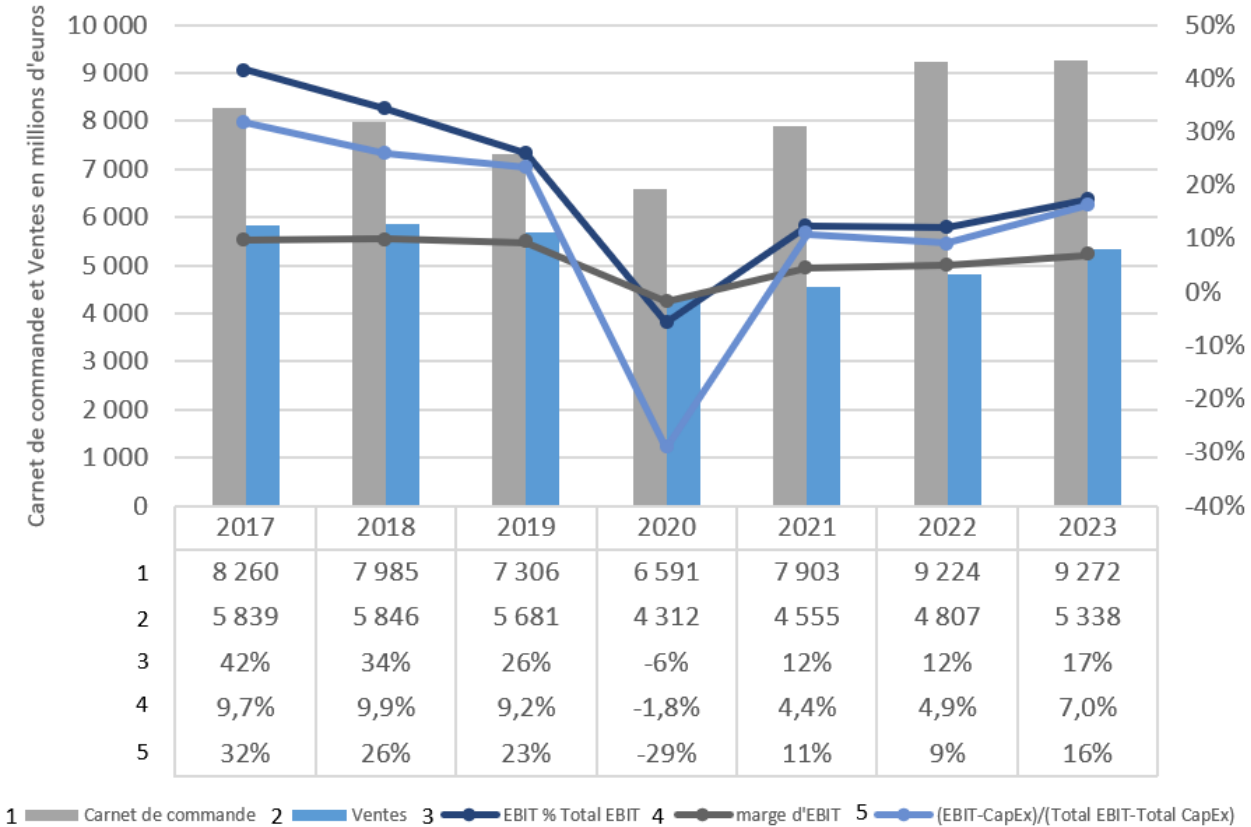
- Capitalisation boursière 33,06 Md €
- Flottant 49,7%
- CA 2023 18,4 Md €
- Croissance organique moyenne CA 5,3%*
- Marge EBIT 2023 10,4%
- FCF 2023 2,52 Md € (soit 13,7% du CA)
- FCF CAGR 2017-2023: 7,1%
- 16 guidances sur 18 respectées ou dépassées (hors 2020) depuis 2017

*moyenne arithmétique entre 2017 et 2023 excluant 2020 (covid)

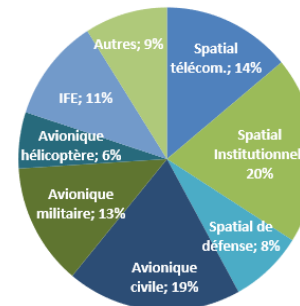
3) Détails des activités – Segment Aérospatial

- 28% du CA Total, 7% marge d'EBIT, EBIT/Total EBIT = 17%
- Segment aérospatial = Avionique (38%) + Espace (42%) + IFE (11%) + Autres (9%)
- 73% civil + 27% militaire
- Avionique civile (19% CA aérospatial) :
 - quasi-monopole sur Airbus
 - ~50% de ventes récurrentes (maintenance + amélioration)
 - marge EBIT ~21% (>0 vs Safran)
- Espace (42% CA aérospatial) :
 - Militaire (8%) -> marge 7,5%
 - Instit. (20%) -> marge idem militaire
 - Télécom. (14%) -> marge ~0 voire <0 car : i) demande divisée par 2,5, ii) inflation, iii) problème approv., iv) concurrence : Airbus vend à marge <0
- Thales Alenia Space entre Thales (67%) et Leonardo (33%)
- Drivers :
 - Reprise trafic aérien post-covid
 - Satellites militaires

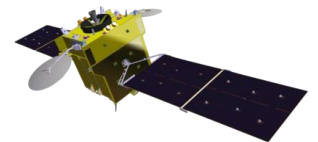
Evolution de la division Aérospace



Répartition (sous segments) de la division aérospatiale



FlytX – suite avionique hélicoptère

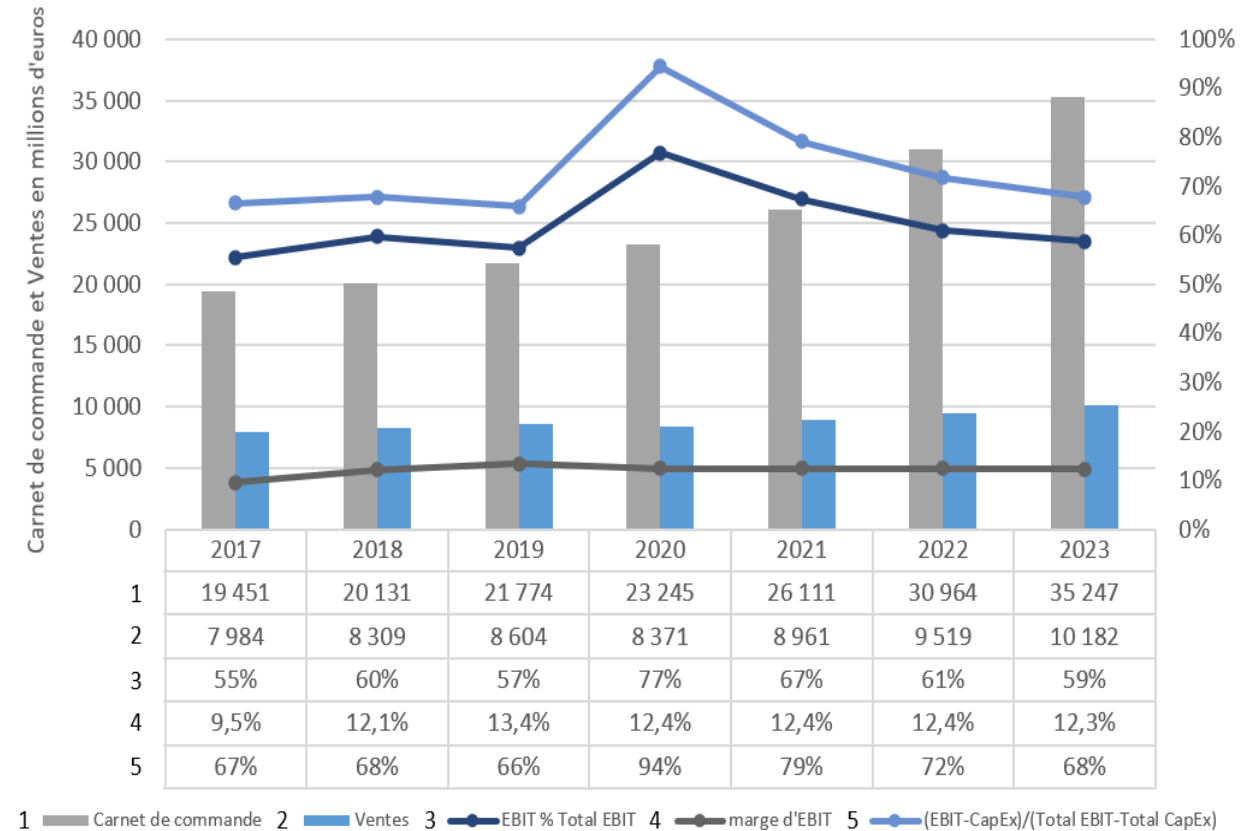


Satellite Thales Aliena

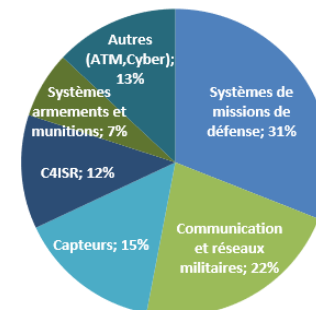
3) Détails des activités – Défense et sécurité

- 55% du CA Total, 12,3% marge d'EBIT, EBIT/Total EBIT = 59%
- Segment Défense et sécurité :
 - Systèmes d'information et de communication sécurisés (22%) (radiocommunication, réseaux sécurisés,...)
 - Systèmes terrestres et aériens (34%)= capteurs + C4ISR + syst. armement et munitions (radars, véhicules blindés,...)
 - Systèmes de missions de défense (31%) (systèmes anti-aérien, drones tactiques,...)
 - Autres (13%)
- Militaire 78% + civil 32%
- Participation de 35% dans Naval Group (défense navale)
- Clients: gouvernements, forces armées et grandes organisations
- 15-20% de ventes récurrentes: contrats d'entretiens (10-15 ans) pour rafales, sous-marins
- Drivers :
 - Tensions géopolitiques
 - Hausse du budget défense des pays

Evolution de la division Défense et sécurité



Répartition (sous segments) de la division D&S



Thales ForceShield

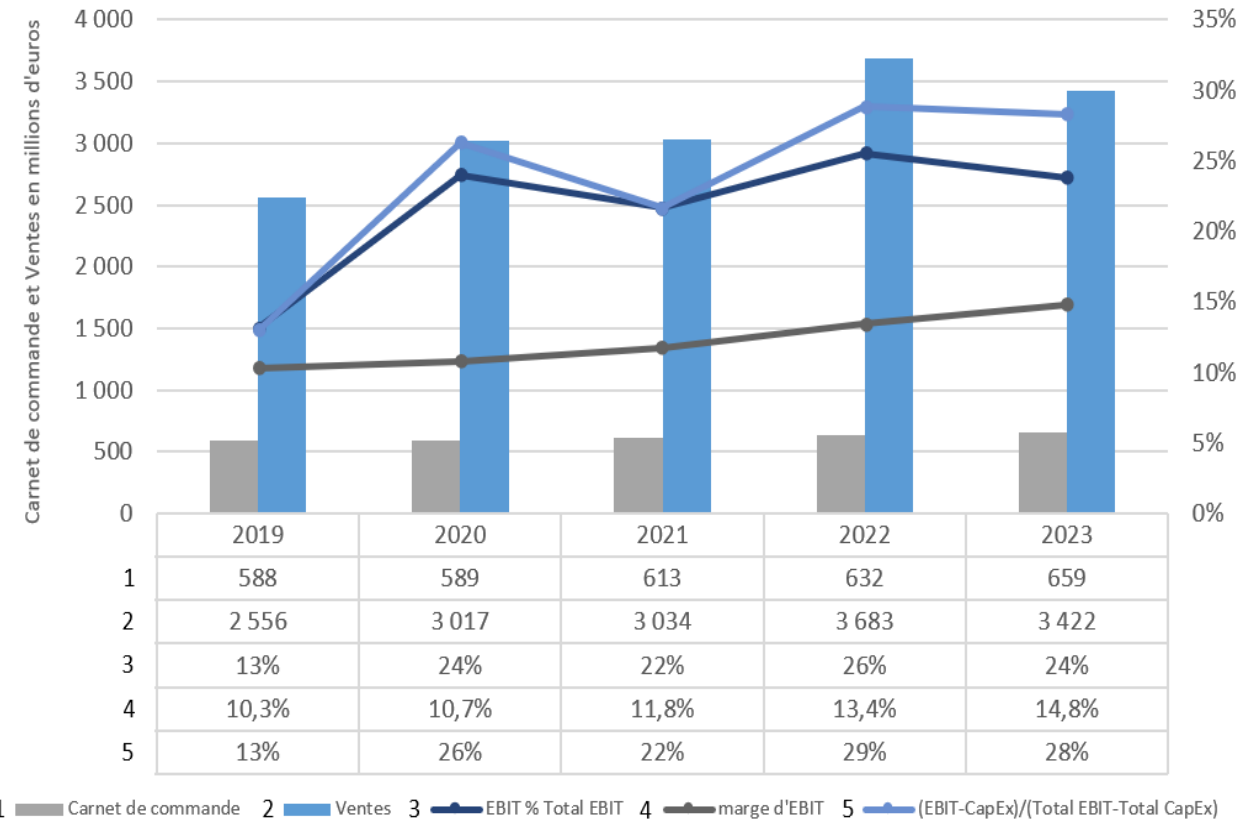


RapidFire

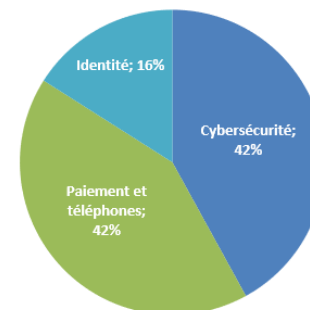
3) Détails des activités – Identité digitale et sécurité

- 19% du CA Total, 14,8% marge d'EBIT, EBIT/Total EBIT = 24%
- Segment IDS :
 - Paiement et téléphones (42%) (smart cards, SIM, e-SIM)
 - Cybersécurité (42%) (sécurité du cloud)
 - Identité (16%) (systèmes d'identification, biométrie)
- Civil 100% + militaire 0%
- Acquisitions
 - Imperva (VE 3,6 Md \$, marge d'EBIT 16%) en 2023
 - Gemalto (cartes SIM pour 4,8 Md €, 7% marge d'EBIT) en 2019
- Drivers :
 - Demande d'e-SIM pour les voitures connectées
 - Croissance du marché des données
 - Croissance du marché de la digitalisation

Evolution de la division Identité digitale et sécurité



Répartition (sous segments) de la division ID&S



SafeNet Biometric smart card



Scanner d'empreintes digitales

4) Modèle économique

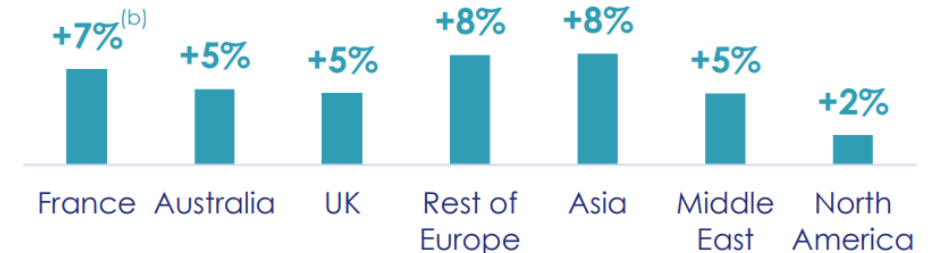
- Grande partie modèle économique repose sur segment Défense et sécurité (55% CA, 59% EBIT)
- Pour délivrer les solutions de défense, Thalès a besoin d'investir en R&D:
 - Sur 4 Md € de R&D, 75% est financée par les clients = Etats en échange de la propriété (secret militaire). Comptablement, elle est enregistrée en CA
 - Le milliard restant est passé en charge
- Sur cette base de R&D, Thales peut modifier/améliorer/adapter sa R&D à d'autres fins/clients créant ainsi des synergies
- Les solutions de défense sont ensuite vendues aux Etats
 - Historiquement, les Etats Européens dépensaient 2% du PIB pour la défense
 - Mais les récentes tensions géopolitiques ont amené les Etats à augmenter leurs dépenses
- La fixation des prix se fait par deux méthodes:
 - Prix ferme (en France) -> risque d'augmentation des coûts lors de la réalisation des projets et donc une diminution de la marge
 - « Cost plus » (aux US) -> marge fixe ajoutée aux coûts : pas de possibilité d'amélioration mais offre une « garantie »
 - A l'export, les marges réalisées sont plus élevées

- Finalement, les Etats paient les dépenses de R&D nécessaires au développement des systèmes de défenses qui sont ensuite achetés par les Etats eux-mêmes => cercle vertueux.



Source: Dario Caldara and Matteo Iacoviello construct a measure of adverse geopolitical events and associated risks based on a tally of newspaper articles covering geopolitical tensions and examine its evolution and economic effects since 1900.

2024-26 CAGR of defence budget in key Thales markets^(a)



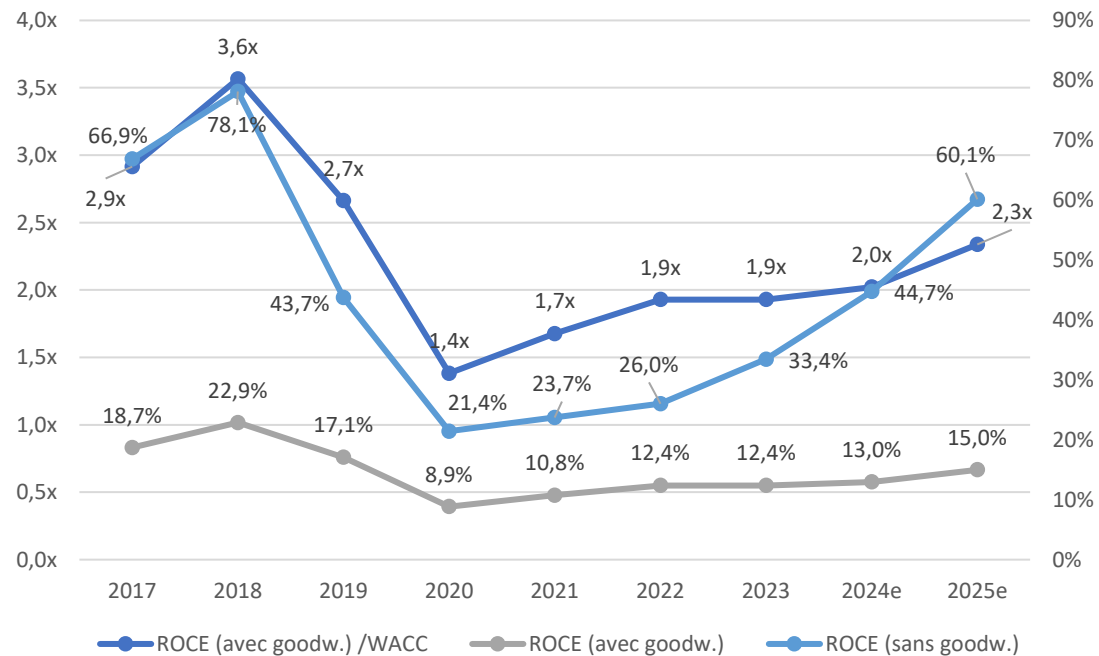
(a) Source: Jane's Defence Budget, February 2024. Asia: India, South Korea and Singapore, Middle-East: Saudi Arabia, UAE, Qatar and Egypt

(b) Budget increase passed into French LPM

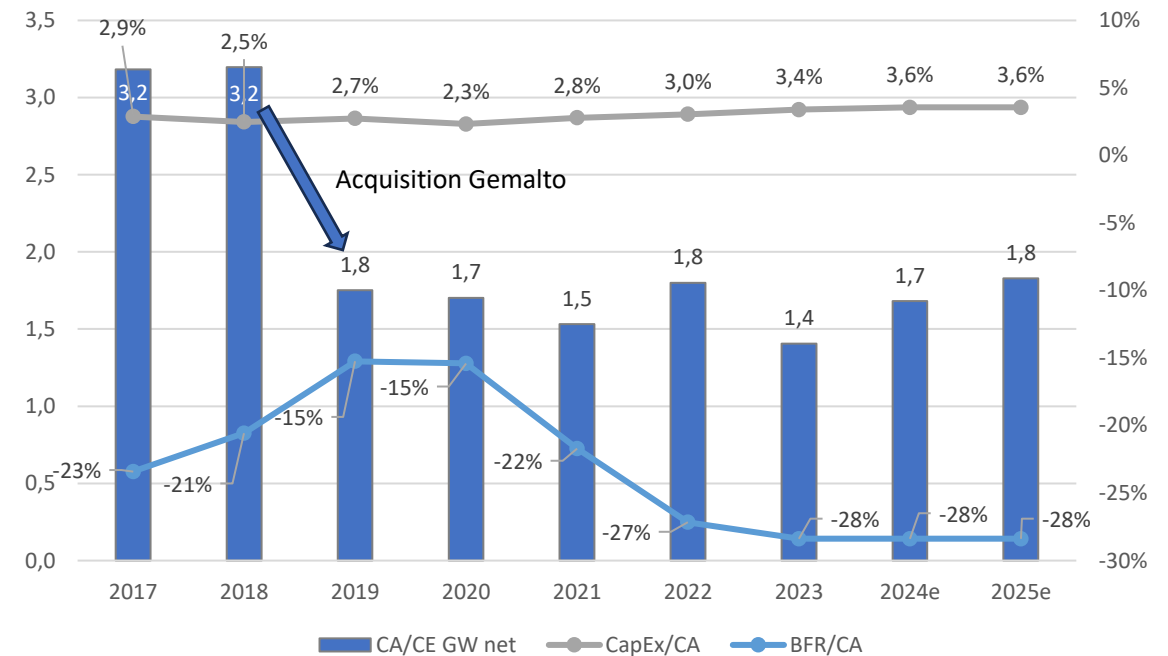
5) Rentabilité

- Intensité capitalistique stable post acquisition de Gemalto
- Augmentation de la rentabilité grâce à une augmentation de la marge liée :
 - au levier opérationnel
 - à un meilleur mix
 - aux réductions de coûts dans la division Aérospatial

Evolution création de valeur



Evolution intensité capitalistique



6) Prévisions - Hypothèses

- Division Aéronautique
 - Croissance CA 2024 4,5% puis 4,7% puis 5% (2026) -> croissance CA 2024 Airbus 8% qui concerne 27% de la division (civil), hypothèse à 3% (~PIB) sur les 73% restants. Trafic aérien mondial attendu à +11% en 2024 vs +37% en 2023.
 - Marge d'EBIT 2024 7,2% puis 7,7% puis 7,9% -> +0,2% vs 2023
 - nouveaux contrats avec clause inflation
 - réduction de coûts opérationnels pour les satellites mais difficile de revenir au niveau historique (moy 2017-2019 9,6%) due à la baisse de la demande
- Division Défense et sécurité
 - Croissance CA 6,2% -> moyenne du CAGR 2024-2026 des dépenses de défense des pays
 - Marge d'EBIT de 12,3% -> devrait légèrement progresser grâce au levier opérationnel (12,5% en 2025 et 12,6% en 2026)
- Division Identité digitale et sécurité
 - Croissance CA 2024 5,5% ->
 - paiement et téléphones 0-5% (42% de la division)
 - identité 5-6% (16% division)
 - cybersécurité 9-12% (CAGR 2024-2029 à 11,44%) pour 42% de la division
 - Marge d'EBIT 2024 14,9% puis 15,3% et 15,7% ->
 - effet relatif de l'acquisition d'Imperva dont la marge est attendue à 20% en 2027 (vs 16% 2023)
 - effet mix positif

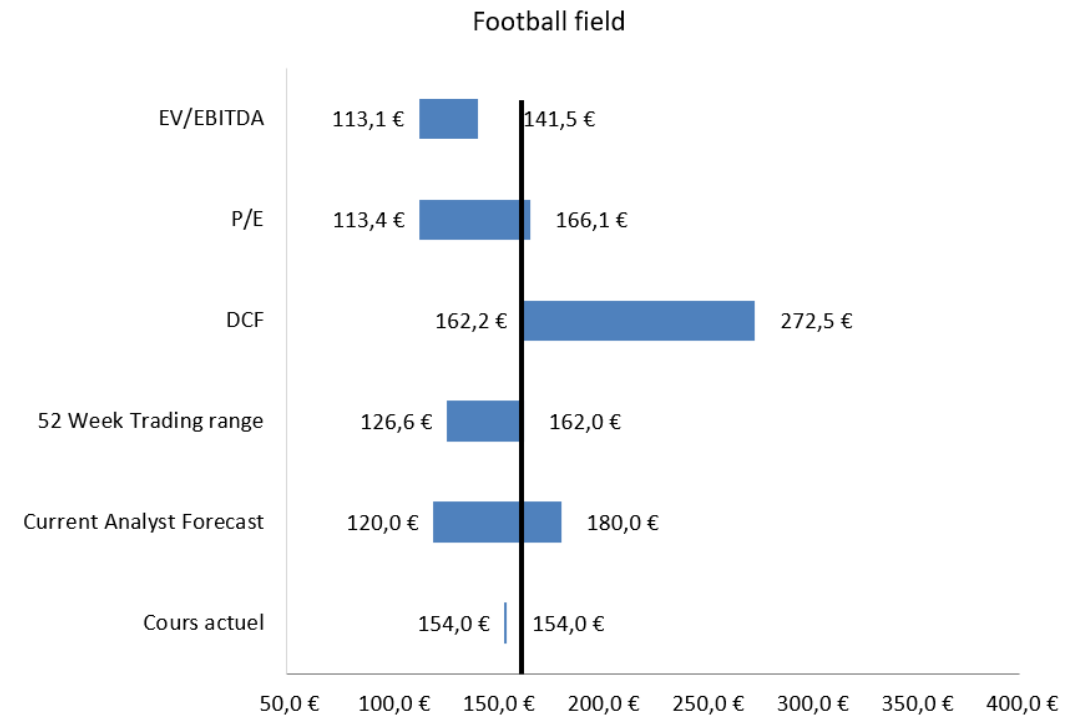
7) Valorisation

- 30% de potentiel de hausse par DCF : Fair Value 200€
 - Multiples implicites :
 - PE 25 : 22x
 - EV/EBIT 25 : 17,2x
- Thales devrait traiter au moins en ligne avec ses comparables

| WACC | Terminal growth rate | | | | |
|-------------|----------------------|-------|--------------|-------|-------|
| | 0,8% | 1,3% | 1,8% | 2,3% | 2,8% |
| 6,0% | 189,9 | 204,0 | 221,4 | 243,5 | 272,5 |
| 6,2% | 182,2 | 195,0 | 210,7 | 230,4 | 255,9 |
| 6,4% | 175,1 | 186,7 | 200,9 | 218,5 | 241,1 |
| 6,6% | 168,4 | 179,1 | 191,9 | 207,8 | 227,8 |
| 6,8% | 162,2 | 172,0 | 183,7 | 198,0 | 215,8 |

| Comp. | P/E | | | |
|---------------------|--------------|--------------|----------------|-------------------------|
| | 2024e | 2025e | moy. 2017-2023 | 2025e vs moy. 2017-2023 |
| HO-FR | 18,6x | 16,9x | 16,9x | 0% |
| LMT-US | 17,4x | 15,9x | 16,7x | -5% |
| RTX-US | 18,3x | 16,0x | 17,4x | -8% |
| HON-US | 20,4x | 18,5x | 20,6x | -10% |
| NOC-US | 18,8x | 16,9x | 17,1x | -1% |
| Moy. Comp. | 18,7x | 16,8x | 17,9x | -6% |
| HO-FR vs moy. comp. | | | | -6% |

| Comp. | EV/EBIT | | | |
|---------------------|--------------|--------------|----------------|-------------------------|
| | 2024e | 2025e | moy. 2017-2023 | 2025e vs moy. 2017-2023 |
| HO-FR | 15,0x | 13,2x | 14,4x | -8% |
| LMT-US | 15,0x | 14,1x | 14,1x | 0% |
| RTX-US | 17,0x | 15,0x | 16,7x | -10% |
| HON-US | 16,2x | 14,9x | 16,5x | -9% |
| NOC-US | 18,3x | 16,5x | 17,6x | -6% |
| Moy. Comp. | 16,6x | 15,1x | 16,2x | -7% |
| HO-FR vs moy. comp. | | | | -18% |



8) Conclusion

- Thales est sous valorisé
- Le cours n'intègre ni la nouvelle visibilité que donne le contexte géopolitique actuel ni les relais de croissance qu'offrent la digitalisation et la cybersécurité
- Thales est aussi exposé à la croissance continue du trafic aérien
- Le talon d'Achille du groupe, les satellites civiles, devrait être restructuré
- Nous identifions 3 catalyseurs à une appréciation du cours de bourse :
 - Capital Market Day le 14 novembre : meilleures anticipations de marges annoncées
 - Poursuite des tensions géopolitiques
 - Elections américaines
- Nous recommandons de s'exposer à Thales avec un « upside » potentiel de 30%.



Fin



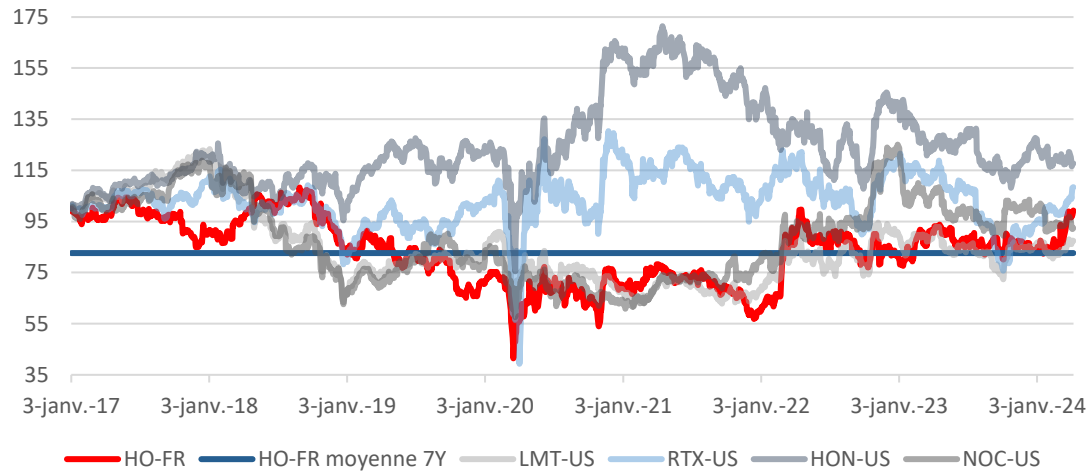
Appendices :

- p16-17 : graphiques de valorisation supplémentaires
- P18-22 : détails supplémentaires sur les divisions

7) Valorisation

Graphiques valorisation relative

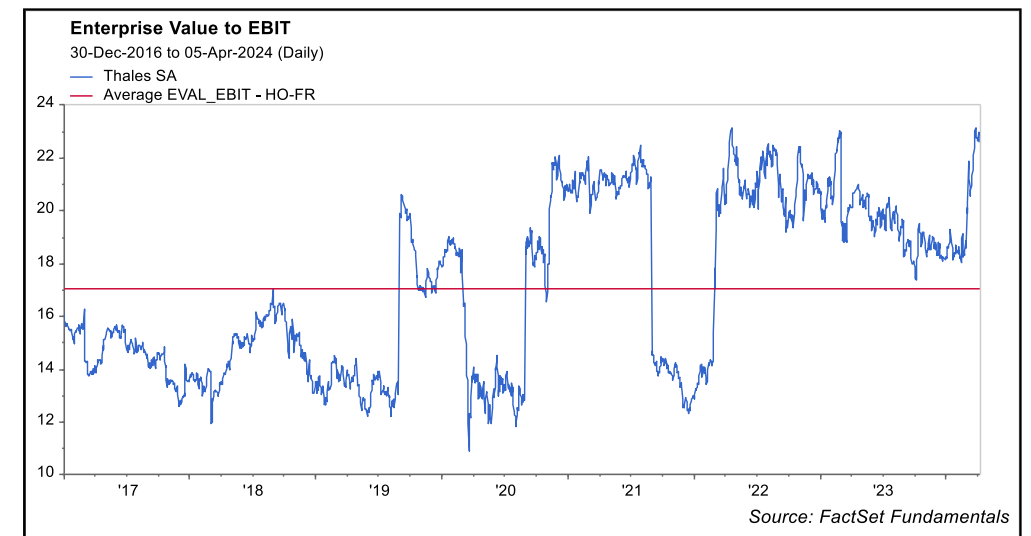
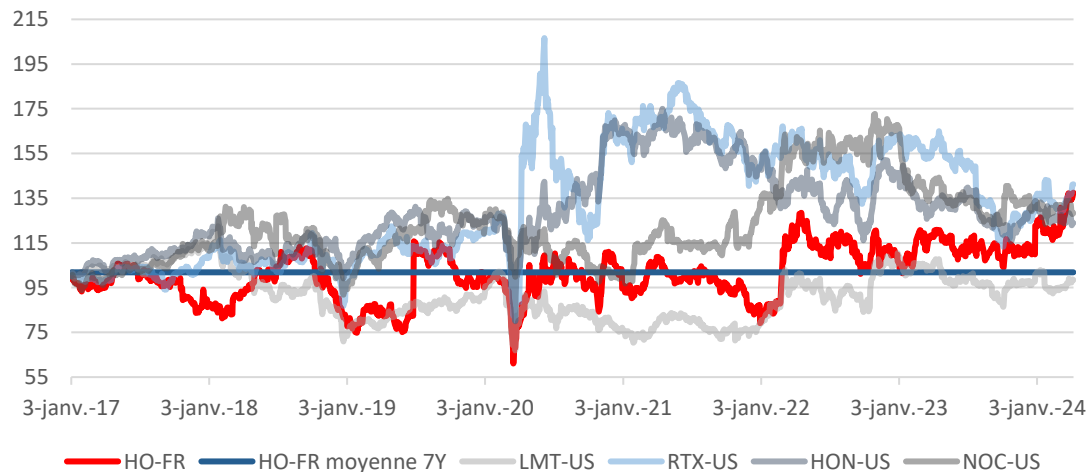
Evolution P/E base 100 Thales et comparables



Graphiques valorisation absolue

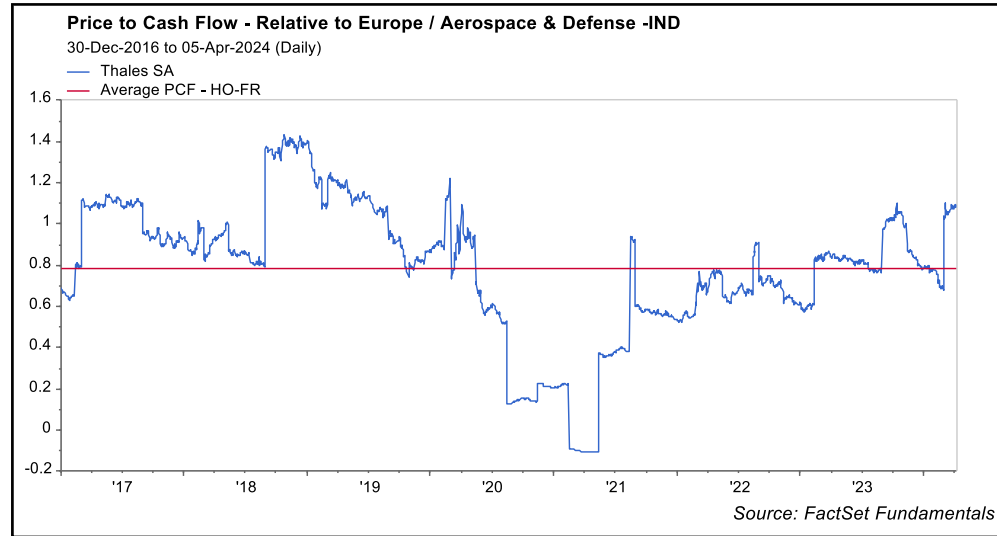


Evolution EV/EBIT base 100 Thales et comparables

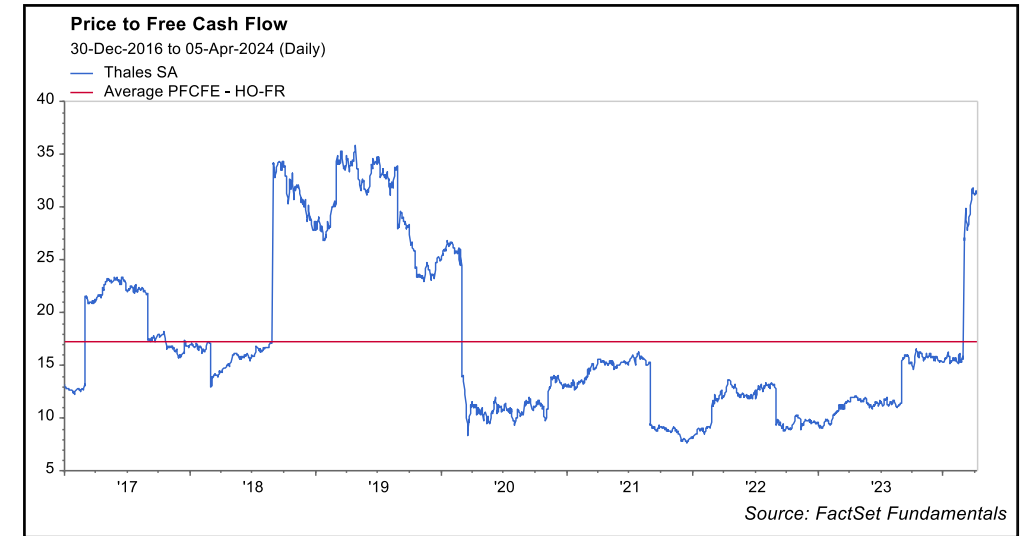


7) Valorisation

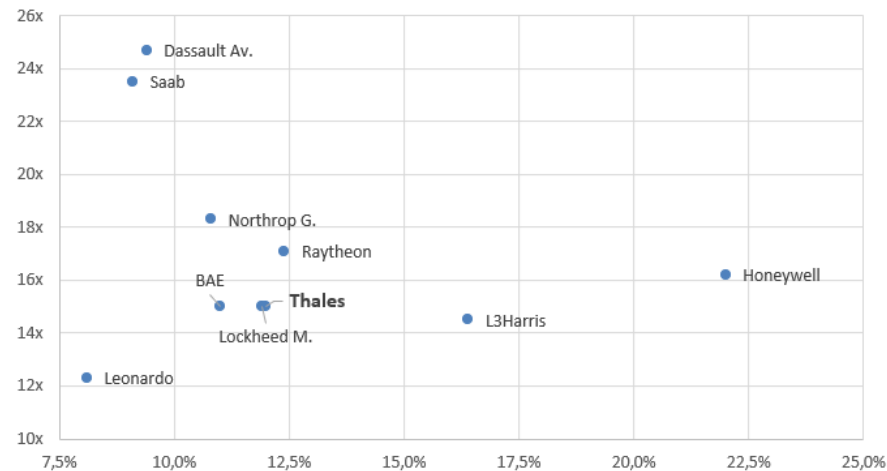
Graphiques valorisation relative



Graphiques valorisation absolue



EV/EBIT 2024e vs marge EBIT 2024e

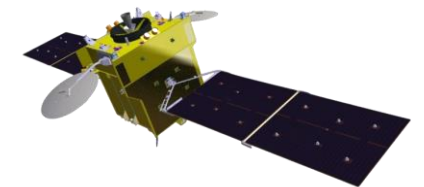


3) Détails des activités – Segment Aérospatial

- Segment aérospatial = Aérospatial + Espace
- 29% du CA Total, 7% marge d'EBIT
- **Aérospatial:**
 - Clients : constructeurs aéronautiques, forces armées, compagnies aériennes, opérateurs. Ex : Airbus, ATR, Avicopter, Boeing, Bombardier, Dassault Aviation, Embraer, Gulfstream, Leonardo, NHIndustries, Sikorsky, Textron etc
 - Produits:
 - Avionique de vol = systèmes électroniques et informatiques
 - Systèmes électriques (cession prévue à Safran)
 - Expérience passager = systèmes multimédias, connectivité haut débit et outils d'analyse de données pour les compagnies
 - Simulation et formation pour les forces armées terrestres, maritimes et aériennes
 - Solutions d'amplification de puissance et de radiologie
 - Services: aux produits ci-dessus
 - Concurrents:
 - Marché avionique: Garmin, GE Aviation, Honeywell et Raytheon Technologies
 - Marché systèmes multimédias et connectivité: Intelsat, Panasonic Avionics, Safran et Viasat
 - Marché des simulations: CAE, L3Harris, Lockheed Martin et Raytheon Technologies
 - Marché sous-systèmes d'hyperfréquence et d'imagerie: Vares imaging, CPI, L3Harris
- **Espace:** société commune (Thales Alenia Space) entre Thales (67%) et Leonardo (33%) -> constructeur de satellites et fournisseurs de technologies
 - Concurrents: Omnispace, Kineis, ARGOS NEO, BlackSky, Airbus, Boeing, Lockheed Martin, Maxar, Northrop Grumman, OHB



FlytX – suite avionique hélicoptère



Satellite Thales Alenia

3) Détails des activités – Segment Défense et Sécurité

- Segment aérospace = Systèmes d'information et de communication sécurisés + Systèmes terrestres et aériens + Systèmes de missions de défense
- 55% du CA Total, 12,3% marge d'EBIT
- **Systèmes d'information et de communication sécurisés:**
 - Clients : constructeurs aéronautiques, forces armées, compagnies aériennes, opérateurs. Ex : Airbus, ATR, Avicopter, Boeing, Bombardier, Dassault Aviation, Embraer, Gulfstream, Leonardo, NHIndustries, Sikorsky, Textron etc
 - Produits:
 - radiocommunication
 - Réseaux et systèmes d'infrastructure
 - Systèmes de protection
 - Solutions de cyberdéfense
 - Systèmes d'informations critiques
 - Concurrents:
 - Marché défense – radiocommunications, réseaux, commandement et contrôle: L3 Harris Technologies, Raytheon Technologies, General Dynamics, Elbit Systems, Rafael Advanced Defense Systems, Aselan
 - Marché sécurité: Boeing, Northrop Grumman, Honeywell, Airbus, Siemens, Johnson Controls, Ineo, IBM, Atos, Capgemini
 - Marché cybersécurité: Orange cyberdéfense, BAE Systems, Ultra Electronics, Airbus, Secunet, Atos, Sopra Steria, Capgemini
- **Systèmes terrestres et aériens:**
 - Produits:
 - Systèmes de commandement et de contrôle des opérations aériennes
 - Systèmes radars
 - Systèmes intégrés de défense aérienne
 - Optronique
 - Véhicules militaires blindés



Radio Panther



Thales ForceShield
véhicule terrestre de défense aérienne

3) Détails des activités – Segment Défense et Sécurité

- Concurrents: Lockheed Martin, Rafael, Flir Systems, Elbit, Safran, Leonardo, Hensoldt, BAE Systems, General Dynamics, Rheinmetall, Krauss-Maffei Wegmann, Nexter, Saab, Elta
- **Systèmes de missions de défense:**
 - Produits:
 - Missions de combat aéroporté
 - Missions de renseignement, de surveillance et de reconnaissance
 - Lutte navale en surface
 - Lutte sous la mer
 - Concurrents: Leonardo, Saab, Hensoldt, Indra, Raytheon, Northrop Grumman, BAE Systems, L3Harris, IAI, Safran, China Aerospace Science, Technology Corporation



RapidFire

3) Détails des activités – Segment I&S

- Segment Identité et sécurité numérique = Smart cards et services digitaux + cybersécurité + biométrie
- 19% du CA Total, 14,8% marge d'EBIT
- Clients : grandes entreprises mondiales et gouvernements
- **Smart cards et services digitaux:**
 - Produits:
 - Services bancaires et paiement
 - Solutions de connectivité aux réseaux mobiles
 - Solutions de connectivité et sécurité pour l'IoT
- **Cybersécurité**
 - Produits:
 - Sécurité du cloud
 - Monétisation des logiciels
- **Biométrie**
 - Produits:
 - Solutions d'identité et biométrie
 - Solutions de vérification des identités
- Concurrents: Idemia, Giesecke & Devrient, Broadcom, HID



SafeNet Biometric smart card



Scanner d'empreintes digitales

3) Détails des activités – Segment Systèmes de transport terrestre

- 4 août 2021, accord signé avec Hitachi Rail en vue de céder pour une VE = 1,66 Md
- 10 février 2022, signature d'un « Sale and purchase agreement »



Signalisation ferroviaire