

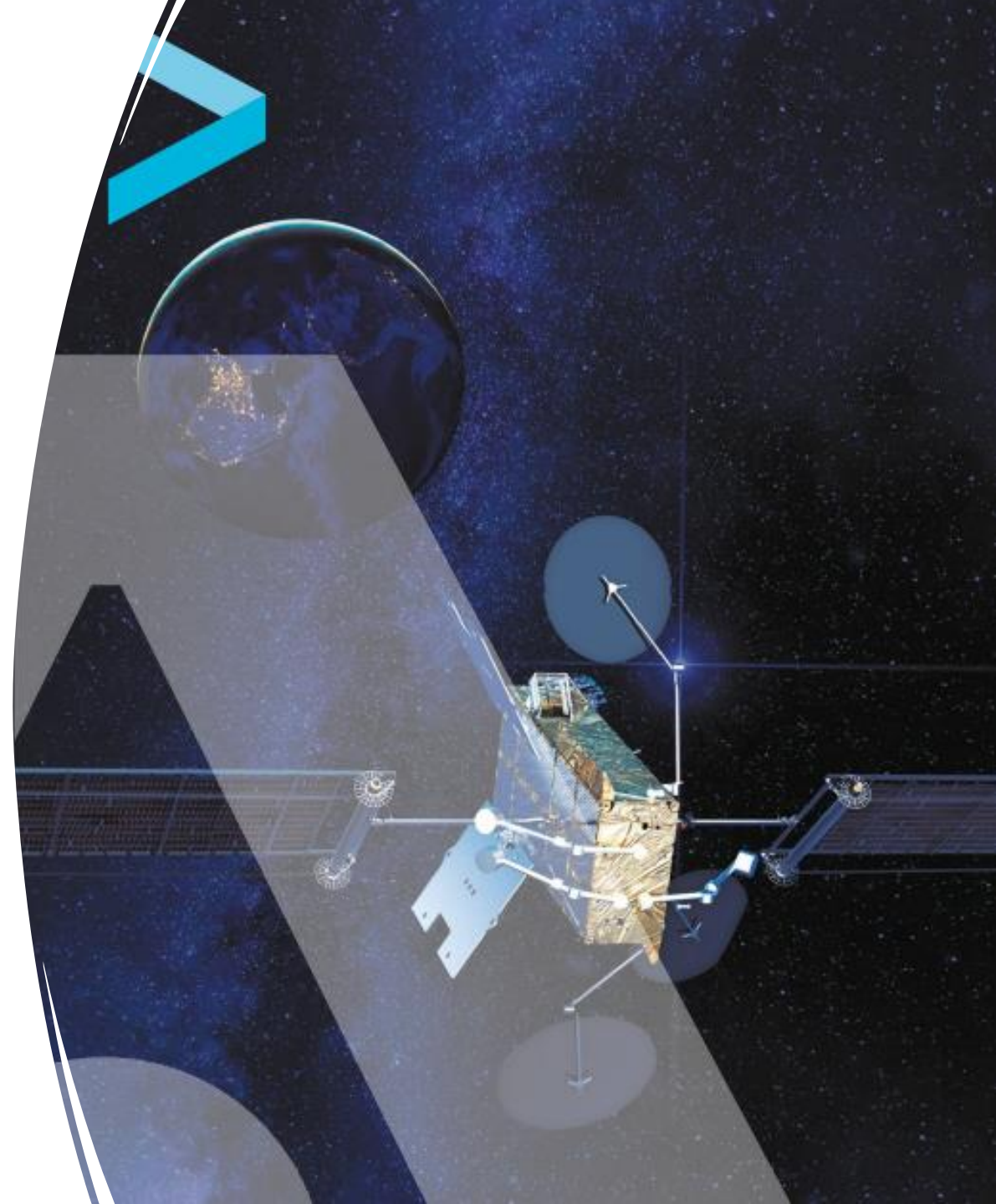
The image features a large, stylized, light blue 'T' shape that serves as a background for the main logo. The word 'THALES' is written in a bold, dark blue, sans-serif font. The letter 'A' is unique, featuring a small teal dot in its center.

**THALES**

# Présentation Thales

# Sommaire

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

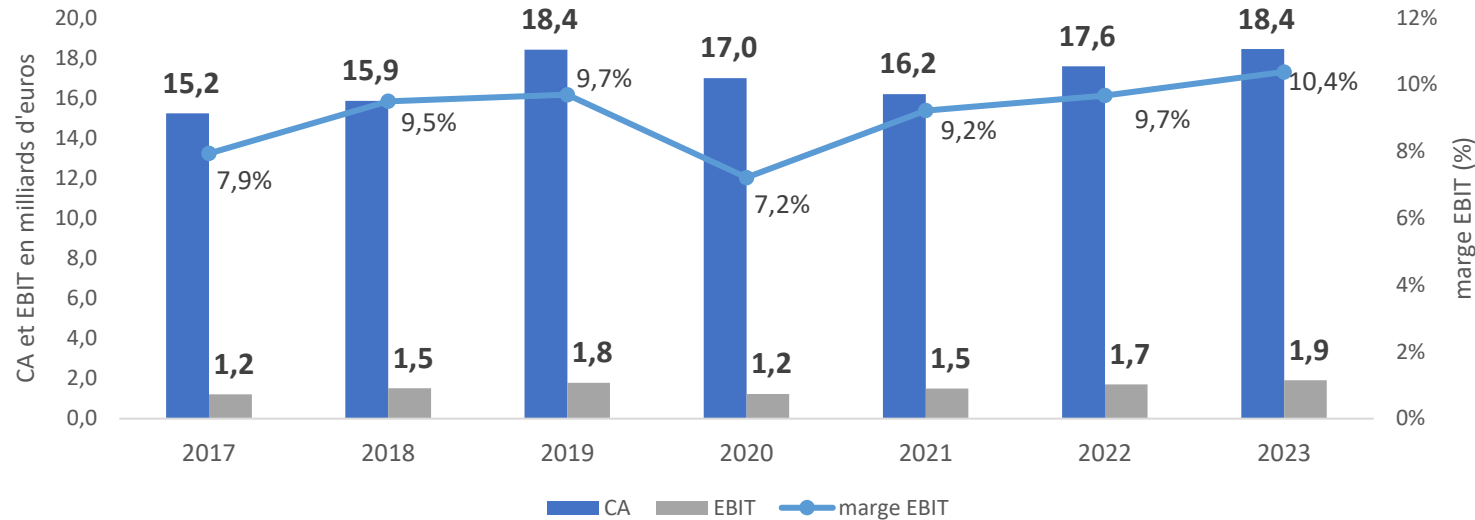


# 1) Introduction

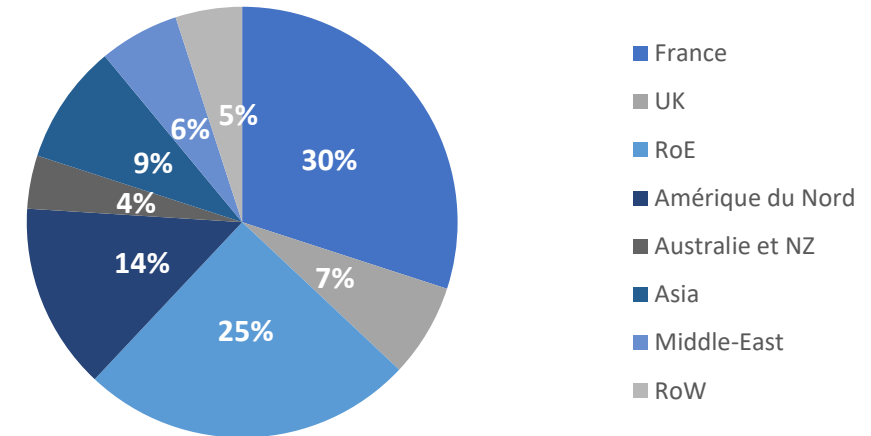
- Thales est un groupe d'ingénierie qui devrait bénéficier d'une excellente visibilité:
  - Augmentation des budgets militaires en Europe
  - Ventes de Rafale à l'export, avec un carnet de commandes fourni
  - Participation de 35% dans Naval Group : expertise reconnue dans les sous-marins
  
- Des relais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

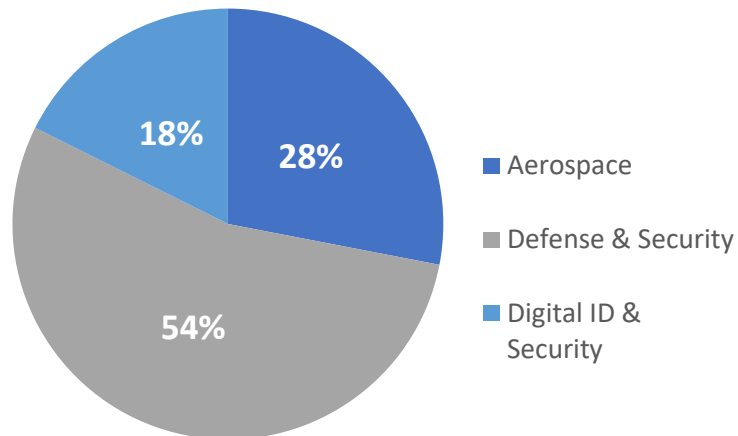
Evolution du CA, EBIT et marge EBIT



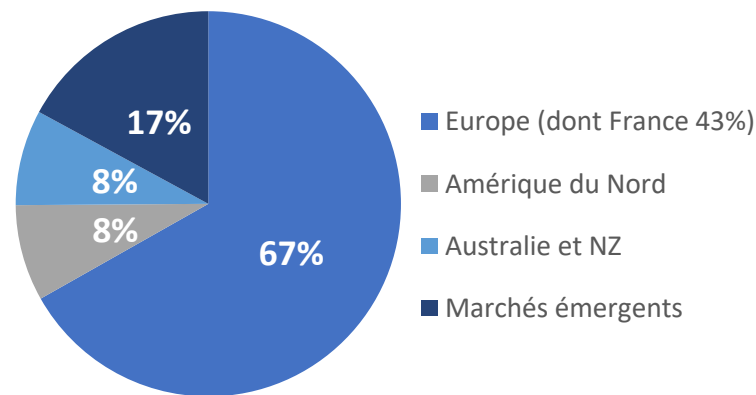
Répartition géographique du CA en 2023



Répartition par division du CA en 2023



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



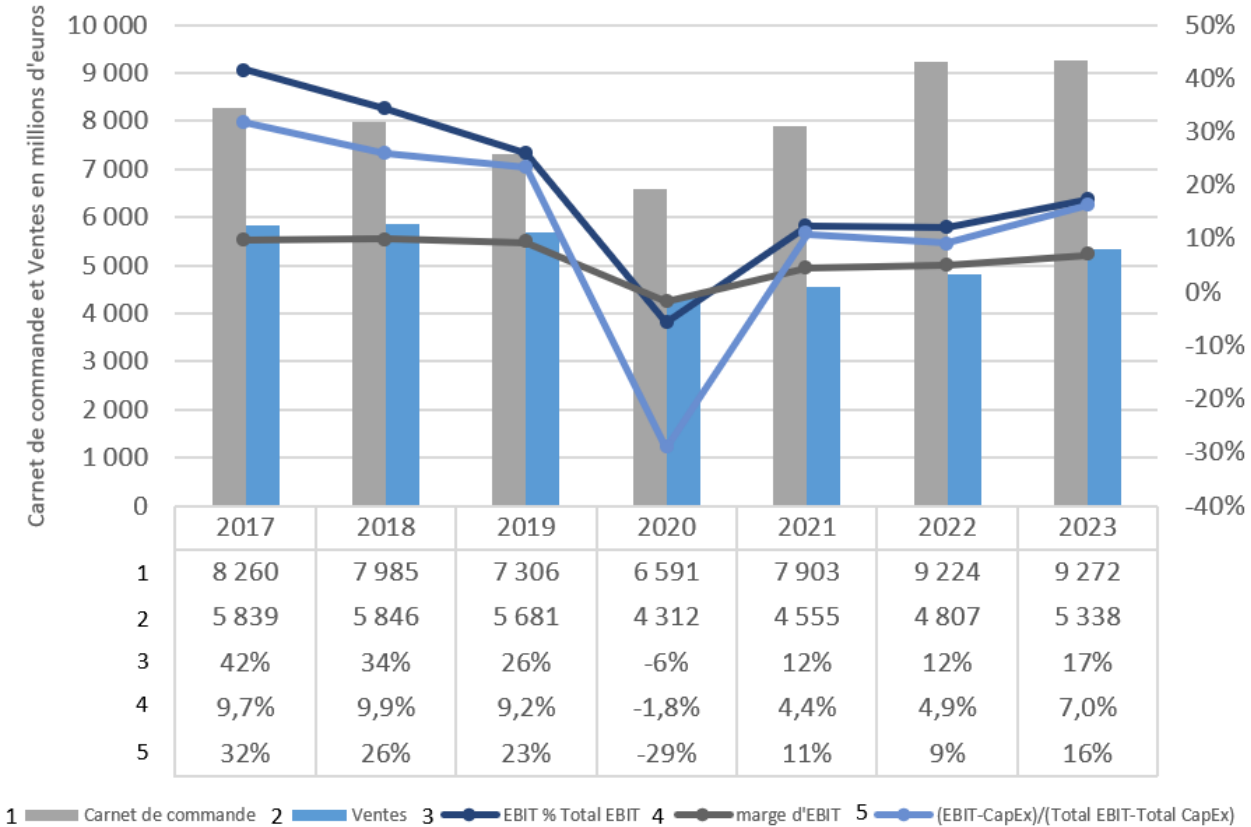
- Capitalisation boursière 33,06 Md €
- Flottant 49,7%
- CA 2023 18,4 Md €
- Croissance organique moyenne CA 5,3%\*
- Marge EBIT 2023 10,4%
- FCF 2023 2,52 Md € (soit 13,7% du CA)
- FCF CAGR 2017-2023: 7,1%
- 16 guidances sur 18 respectées ou dépassées (hors 2020) depuis 2017

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

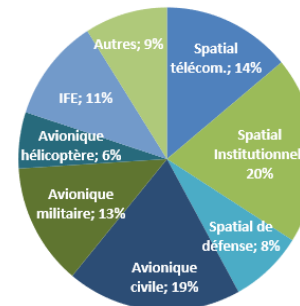
# 3) Détails des activités – Segment Aérospatial

- 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

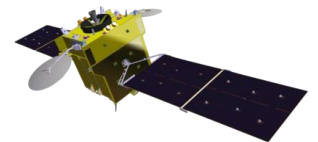
Evolution de la division Aérospace



Répartition (sous segments) de la division aérospatiale



FlytX – suite avionique hélicoptère



Satellite Thales Aliena

- Drivers :
  - Tensions géopolitiques
  - Hausse du budget défense des pays

Graphique combiné à barres et lignes montrant l'évolution de cinq indicateurs financiers de 2017 à 2023. L'axe vertical gauche mesure les montants en millions d'euros (0 à 40 000), et l'axe vertical droit mesure les pourcentages (0% à 100%).

- 1 - Carnet de commande** (Barres grises) : Augmente de 19 451 en 2017 à 35 247 en 2023.
- 2 - Ventes** (Barres bleues) : Augmente de 7 984 en 2017 à 10 182 en 2023.
- 3 - EBIT % Total EBIT** (Ligne noire avec points) : Fluctue entre 55% et 77%.
- 4 - marge d'EBIT** (Ligne grise avec points) : Reste stable autour de 12%.
- 5 - (EBIT-CapEx)/(Total EBIT-Total CapEx)** (Ligne bleue avec points) : Augmente de 67% en 2017 à 94% en 2020, puis diminue à 68% en 2023.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	19 451	20 131	21 774	23 245	26 111	30 964	35 247
2	7 984	8 309	8 604	8 371	8 961	9 519	10 182
3	55%	60%	57%	77%	67%	61%	59%
4	9,5%	12,1%	13,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,3%
5	67%	68%	66%	94%	79%	72%	68%

Graphique circulaire illustrant la répartition des dépenses militaires par secteur :

Secteur	Pourcentage
Systèmes de missions de défense	31%
Communication et réseaux militaires	22%
Capteurs	15%
C4ISR	12%
Systèmes armements et munitions	7%
Autres (ATM, Cyber)	13%

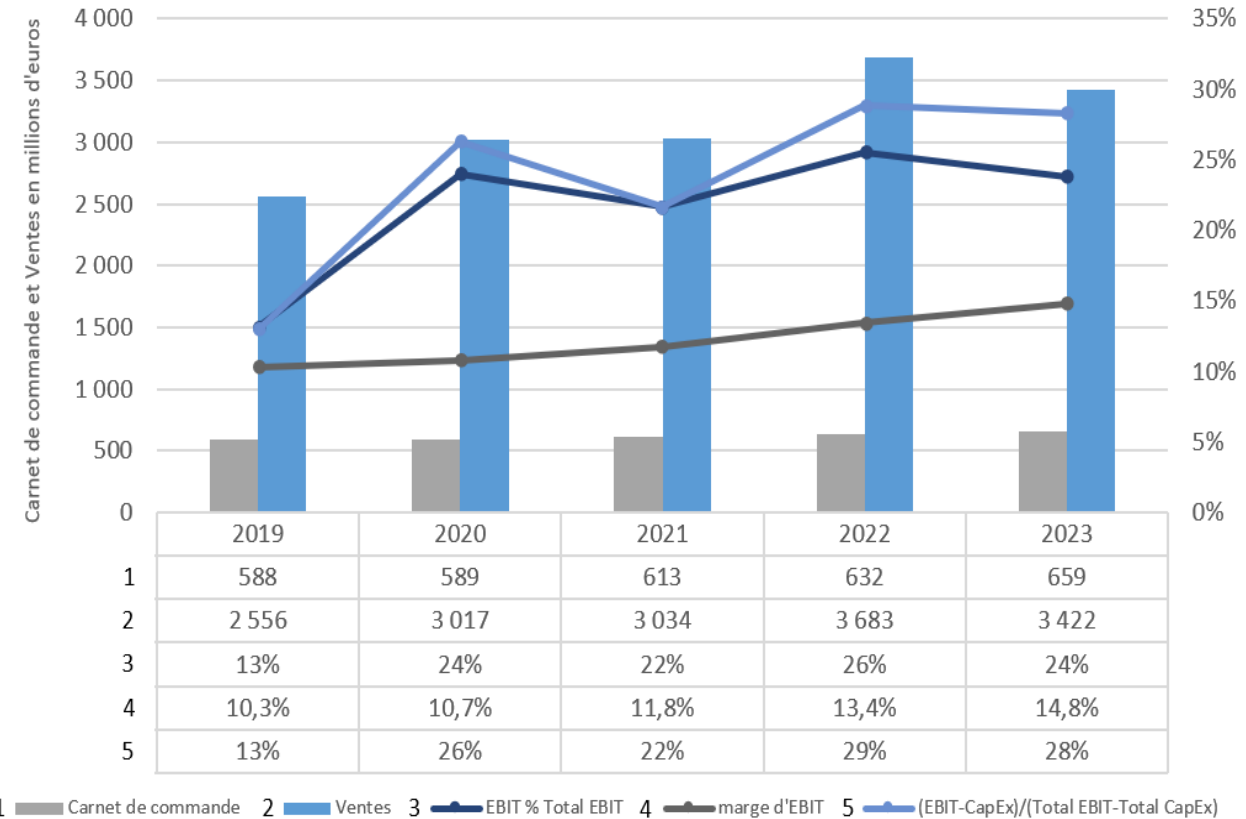




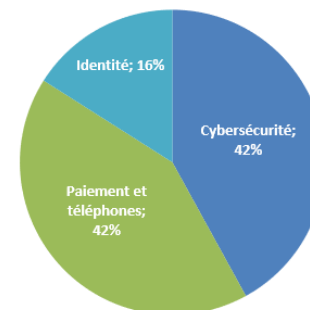
# 3) Détails des activités – Identité digitale et sécurité

- 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.



## 2024-26 CAGR of defence budget in key Thales markets<sup>(a)</sup>



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

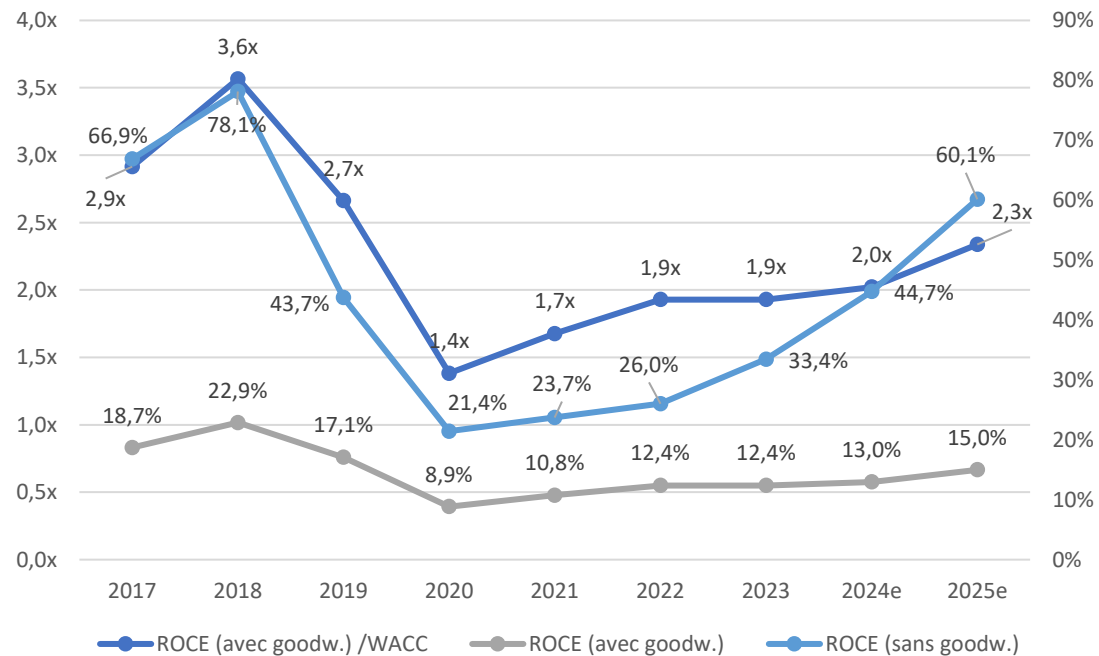
(b) Budget increase passed into French LPM



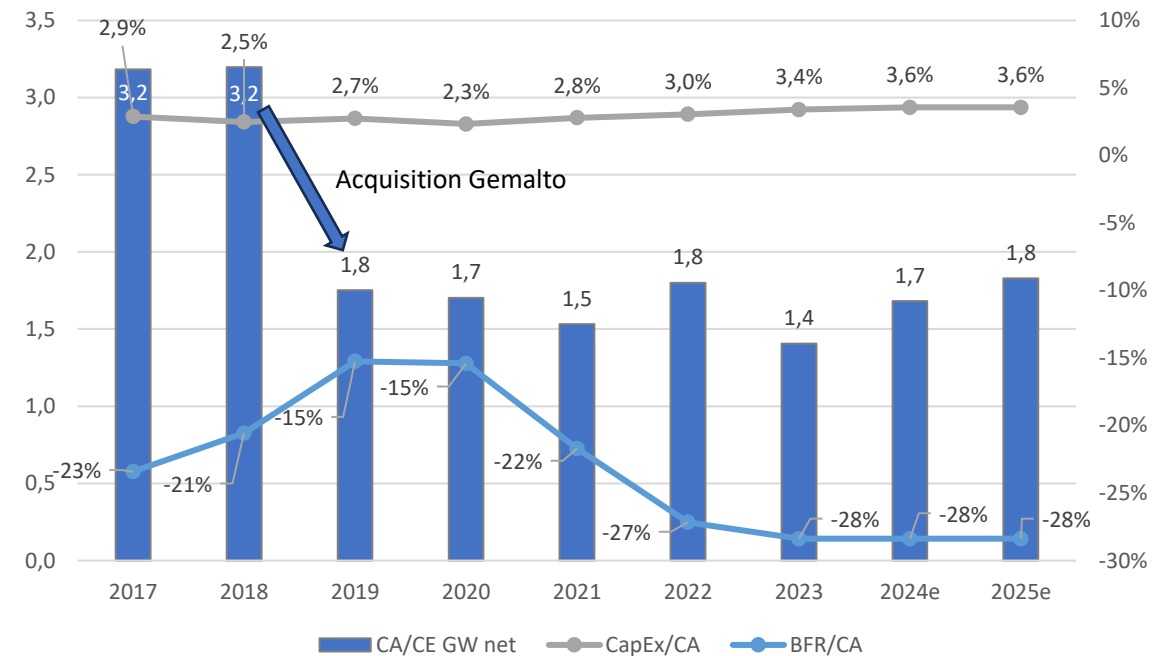
# 5) Rentabilité

- 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

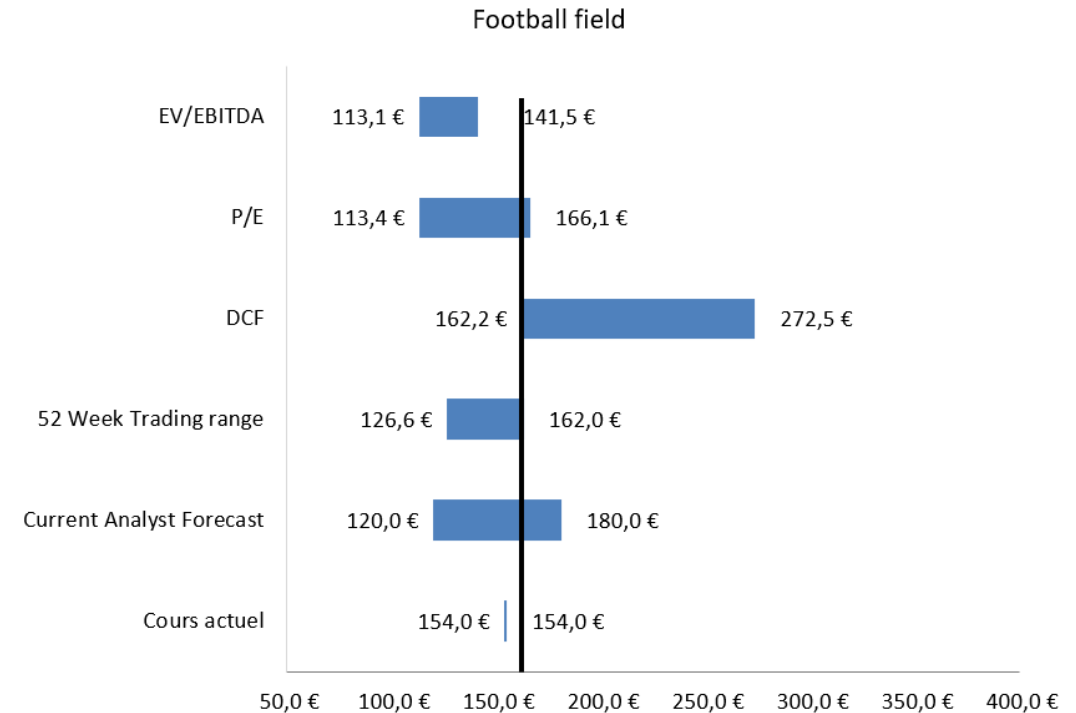
# 7) Valorisation

- 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
<b>6,4%</b>	175,1	186,7	<b>200,9</b>	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
<b>HO-FR</b>	<b>18,6x</b>	<b>16,9x</b>	<b>16,9x</b>	<b>0%</b>
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
<b>HO-FR</b>	<b>15,0x</b>	<b>13,2x</b>	<b>14,4x</b>	<b>-8%</b>
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 :

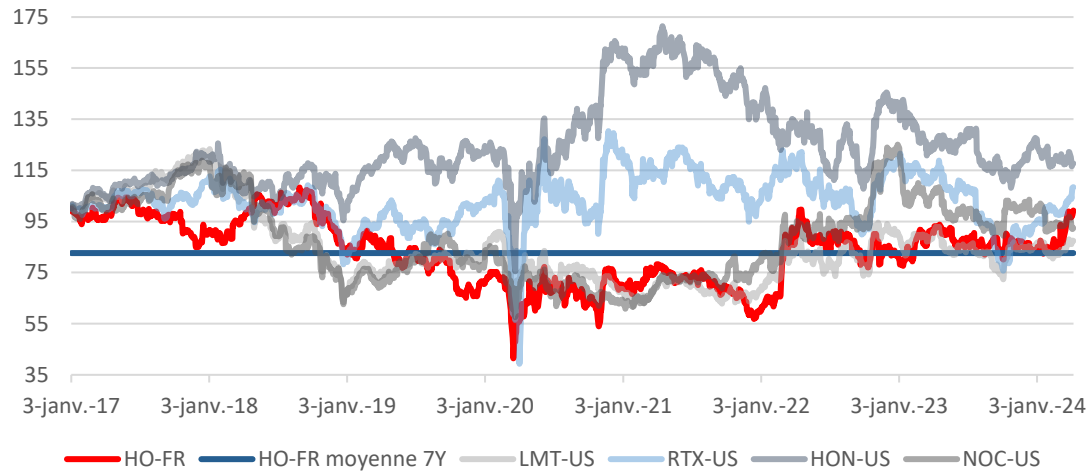
- p16-17 : graphiques de valorisation supplémentaires
- P18-22 : détails supplémentaires sur les divisions



# 7) Valorisation

## Graphiques valorisation relative

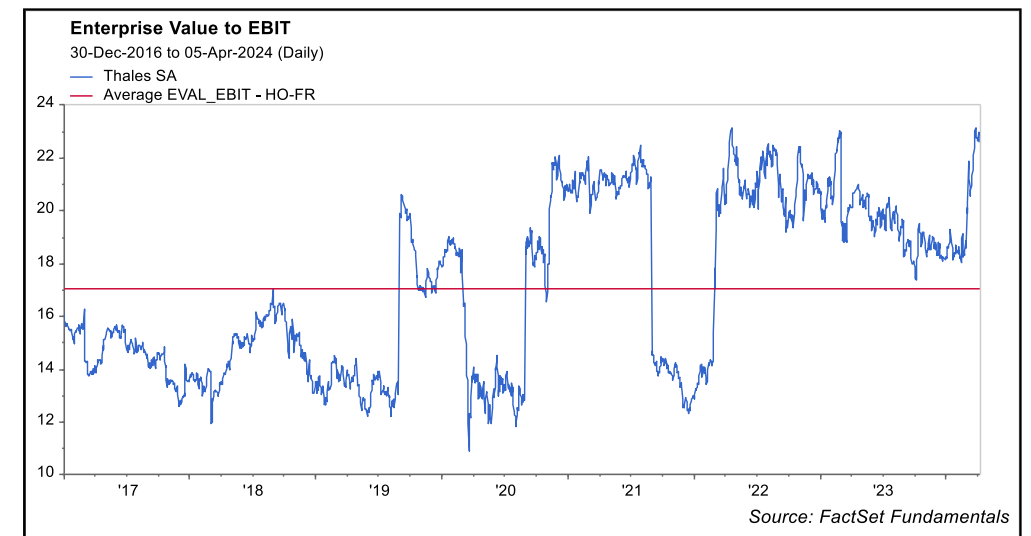
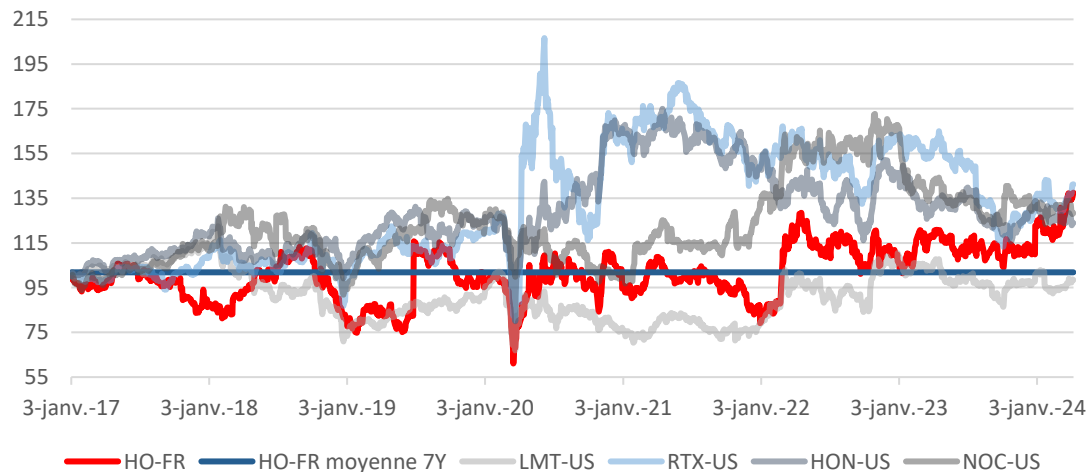
Evolution P/E base 100 Thales et comparables



## Graphiques valorisation absolue

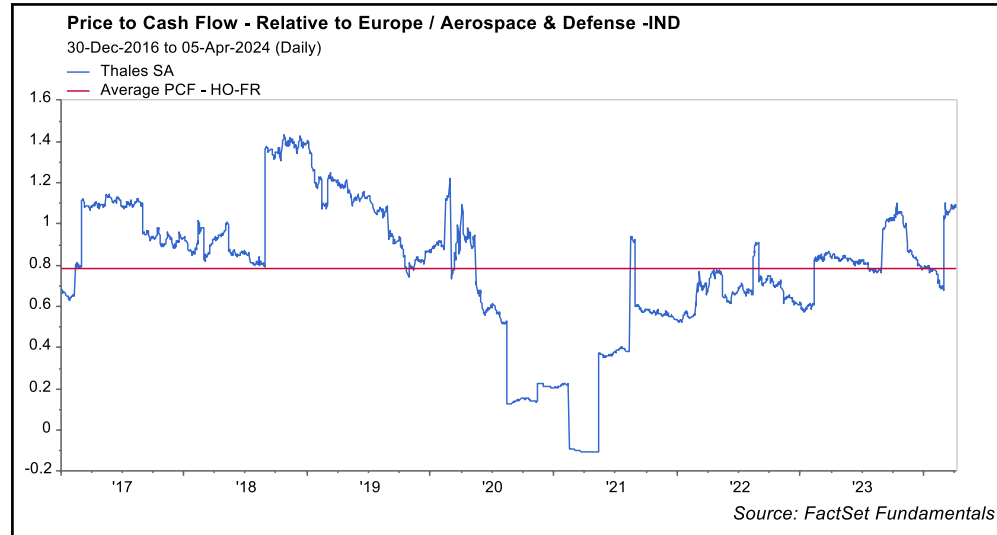


Evolution EV/EBIT base 100 Thales et comparables

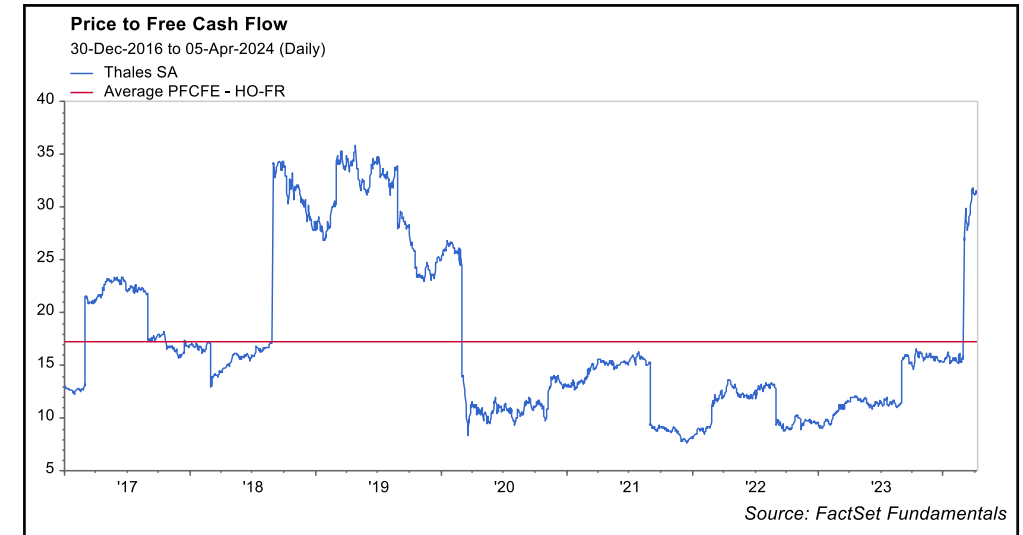


# 7) Valorisation

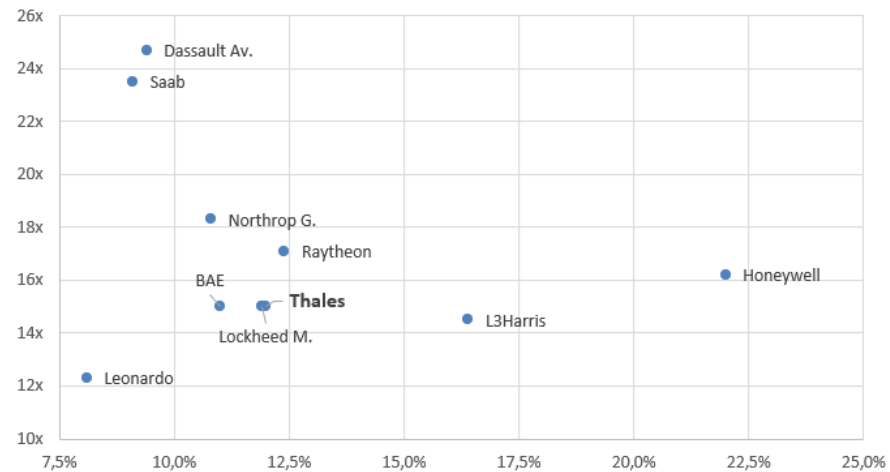
## Graphiques valorisation relative



## Graphiques valorisation absolue



## EV/EBIT 2024e vs marge EBIT 2024e

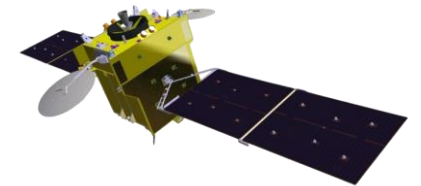


# 3) Détails des activités – Segment Aérospatial

- 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