

ANÁLISIS FUNDAMENTAL INTEGRAL

SAFRAN S.A.

Estudio Técnico, Estratégico, Financiero y de Valoración de Mercado

Resumen del Informe: Este documento ofrece una evaluación exhaustiva de Safran S.A., contemplando la estructura del sector aeroespacial y de defensa, las ventajas competitivas sostenibles (moats), el modelo de negocio basado en el ciclo de vida (Aftermarket), la alianza histórica con GE Aerospace (CFM International), el programa RISE, la gobernanza corporativa, el análisis financiero histórico (2019-2026e), los ratios de rentabilidad sobre el capital (ROIC/ROE) y la valoración de mercado actual.

Compañía:	Safran S.A. (Ticker: SAF / Euronext París)	Fecha del Análisis:	Septiembre 2026
Sector:	Aeroespacial, Defensa y Espacio	Capitalización Bursátil:	> 135.000 Millones €
Precio de Cotización:	329,00 € - 330,00 €	Precio Objetivo Consenso:	382,86 € (Potencial: +16%)
Recomendación Consenso:	Compra (63,6% de analistas)	Calificación Crediticia:	S&P;: 'A' (Perspectiva Estable)

ÍNDICE DE CONTENIDOS

Capítulo 1: Resumen Ejecutivo y Perfil Corporativo	Página 3
Capítulo 2: Análisis del Sector Aeroespacial, Defensa y Espacio	Página 4
Capítulo 3: Desglose Operativo por Líneas de Negocio y Geografía	Página 5
Capítulo 4: El Modelo Económico del Ciclo de Vida (Aftermarket & MRO)	Página 7
Capítulo 5: Alianza Estratégica con GE Aerospace y Programa CFM RISE	Página 8
Capítulo 6: Equipo Directivo, Gobierno Corporativo y 'Skin in the Game'	Página 10
Capítulo 7: Influencia del Estado Francés e Inteligencia Artificial en Defensa	Página 11
Capítulo 8: Desempeño Financiero Histórico, Solvencia y Deuda (2019-2026e)	Página 13
Capítulo 9: Rentabilidad del Capital (ROIC/ROE), Reinversión y Apalancamiento	Página 14
Capítulo 10: Gestión Integral de Riesgos Corporativos (ERM)	Página 16
Capítulo 11: Valoración Bursátil, Consenso de Analistas y Tesis Bajista	Página 17
Capítulo 12: Conclusión Estratégica y Veredicto de Inversión	Página 18

Nota de Alcance Metodológico: Este informe ha sido redactado basándose exclusivamente en información corporativa auditada de Safran S.A., consensos de mercado institucionales e informes técnicos del sector aviación. Toda la información financiera reportada (2019-2025 y H1 2026) cumple con las NIIF ajustadas adoptadas por el grupo.

1. RESUMEN EJECUTIVO Y PERFIL CORPORATIVO

1.1 Definición Corporativa y Magnitudes Clave

Safran S.A. es un grupo multinacional francés de alta tecnología que opera como proveedor de primer nivel (*Tier-1*) en los sectores de aviación comercial, aviación militar, helicópteros, defensa y espacio. Formado oficialmente el 11 de mayo de 2005 tras la fusión de Snecma y Sagem, y consolidado en 2018 mediante la adquisición de Zodiac Aerospace, Safran es hoy uno de los mayores conglomerados industriales de Europa.

La compañía cotiza en el mercado Euronext París bajo el ticker **SAF** (ISIN: FR0000073272) y forma parte de los índices de referencia **CAC 40** y **Euro Stoxx 50**. Con una capitalización bursátil superior a los 135.000 millones de euros y una plantilla global de más de 110.000 empleados en 29 países, Safran generó una facturación ajustada récord de 31.329 millones de euros en 2025 y prevé superar los 36.000 millones de euros en 2026.

1.2 Raíces Históricas y Evolución de las Ramas Fundacionales

La estructura de Safran es el resultado de más de un siglo de innovación tecnológica en la industria aeronáutica y electrónica francesa. Sus orígenes se articulan en torno a dos grandes ramas:

- **La rama de propulsión (Snecma / Gnome & Rhône):** Se remonta a 1905, cuando Louis y Laurent Seguin fundaron la *Société des Moteurs Gnome* en Gennevilliers. En 1912 se fusionó con *Le Rhône* (creada por Louis Verdet) dando lugar a *Gnome & Rhône*, empresa nacionalizada en 1945 tras la Segunda Guerra Mundial y renombrada como **Snecma** (*Société Nationale d'Étude et de Construction de Moteurs d'Aviation*). En 1974, Snecma firmó una alianza estratégica al 50% con General Electric para crear CFM International.
- **La rama de tecnología y electrónica (Sagem):** Creada en 1924 por Marcel Môme como *Société d'Applications Générales d'Électricité et de Mécanique*, originalmente enfocada en telecomunicaciones, instrumentación y óptica, evolucionando hacia la optrónica y los sistemas de navegación inercial militar.
- **Hito Reciente (Zodiac Aerospace):** En 2018, Safran completó la OPA sobre Zodiac Aerospace, integrando la división de interiores de cabina y asientos comerciales para convertirse en el líder global indiscutible en equipamiento de aeronaves.

1.3 Estructura Financiera de Alto Nivel

Safran opera bajo un modelo financiero único caracterizado por una elevada visibilidad de ingresos y la ausencia total de apalancamiento neto. Durante el ejercicio 2025, el beneficio operativo recurrente alcanzó los 5.197 millones de euros (margen del 16,6%), mientras que el flujo de caja libre (FCF) ascendió a 3.921 millones de euros. A junio de 2026, la compañía mantiene una posición de **caja neta positiva de 1.667 millones de euros**, respaldada por una tesorería líquida de 6.507 millones de euros y una calificación crediticia 'A' otorgada por S&P; Global Ratings.

Puntos Clave del Perfil Corporativo:

- **Liderazgo indiscutible:** Proveedor N.º 1 mundial en motores para aviones de pasillo único (CFM International) y N.º 1 en equipos críticos.
- **Base instalada cautiva:** Más de 34.000 motores CFM56 entregados y más de 1.800 motores LEAP anuales en rampa de producción.
- **Modelo de negocio equilibrado:** 50% Propulsión, 39% Equipamiento y Defensa, 11% Interiores de Cabina.
- **Solvencia excepcional:** Posición de caja neta positiva con calificación crediticia de grado de inversión 'A'.

2. ANÁLISIS DEL SECTOR AEROESPACIAL, DEFENSA Y ESPACIO

2.1 Estructura de Mercado: Oligopolio Cerrado y Duopolio de Fabricantes

La industria aeroespacial y de defensa es una de las áreas de la economía global con mayores barreras de entrada. No se trata de un sector fragmentado, sino de una estructura fuertemente concentrada basada en relaciones institucionales e industriales de largo plazo:

- **Oligopolio en Propulsión Comercial:** El mercado mundial de motores para aviación comercial está dominado exclusivamente por cuatro fabricantes de primer nivel (*prime contractors*): GE Aerospace, Safran, Pratt & Whitney (RTX Corporation) y Rolls-Royce.
- **Duopolio en Fabricantes de Fuselajes (Airframers):** La demanda de integración de equipos depende directamente del duopolio global formado por Airbus y Boeing, junto con el avance gradual de constructores estatales como COMAC (China) en aviones comerciales y Embraer en aviación regional.
- **Consolidación en Equipamiento Tier-1:** Los sistemas de vuelo críticos están suministrados por un grupo selecto de proveedores integrados (Safran, Collins Aerospace, Honeywell, Thales y Parker Meggitt).

2.2 Barreras Defensivas Complejas (Moats) y Costes de Cambio Infinitos

Las ventajas competitivas de Safran están protegidas por fosos defensivos casi infranqueables que garantizan la sostenibilidad de sus márgenes a largo plazo:

1. Homologación de Tipo (Type Certification) y Costes de Cambio Infinitos: En la aviación comercial, un motor o equipo de vuelo no se vende como un producto genérico. Se homologa conjuntamente con la célula de la aeronave por parte de las agencias reguladoras (EASA en Europa, FAA en EE. UU.). Una vez que un motor se certifica en una plataforma (por ejemplo, el motor LEAP-1B exclusivo en el Boeing 737 MAX), una aerolínea o fabricante no puede cambiar de proveedor de motor durante los 30 a 40 años de vida útil del avión sin rediseñar y recertificar la aeronave desde cero.

2. Intensa Intensidad de Capital e I+D: Desarrollar una nueva arquitectura de motor requiere entre 8 y 12 años de investigación y más de 5.000 a 10.000 millones de euros en inversión, sometidos a pruebas extremas de resistencia y seguridad de vuelo no negociable.

2.3 Macrotendencias Globales y Desafíos del Sector

El sector aeroespacial atraviesa un periodo de profunda transformación impulsado por tres macrotendencias fundamentales:

- **Descarbonización e Impacto Ambiental:** El compromiso de la industria de alcanzar la neutralidad de carbono para 2050 exige reducir el consumo de combustible mediante Combustibles Sostenibles de Aviación (SAF), hibridación eléctrica y arquitecturas revolucionarias de rotor abierto (Open Fan).
- **Rearme y Soberanía Nacional:** El deterioro del entorno geopolítico global ha impulsado los presupuestos militares de las naciones de la OTAN y Europa, elevando la demanda de cazas de combate, drones tácticos, optrónica y sistemas PNT resilientes a interferencias GPS.
- **El Fenómeno 'Flying More for Longer':** Los retrasos en las entregas de aeronaves nuevas por problemas de cadena de suministro obligan a las aerolíneas a extender la vida operativa de sus flotas maduras, lo que genera picos de demanda históricos en piezas de repuesto y revisiones MRO.

3. DESGLOSE OPERATIVO POR LÍNEAS DE NEGOCIO Y GEOGRAFÍA

3.1 División de Propulsión Aeroespacial (50% de las ventas)

Es el núcleo operativo y financiero de Safran (15.668 M€ en ventas en 2025, con un margen EBIT récord del 23,0% y un impresionante 24,5% en H1 2026). Diseña, fabrica y mantiene motores para aeronaves comerciales, militares y helicópteros:

- Aviación Comercial de Pasillo Único (Narrowbody):** A través de **CFM International** (joint venture 50/50 con GE Aerospace), es el líder indiscutible mundial. Es el **proveedor exclusivo del 100% de los motores** del Boeing 737 MAX (LEAP-1B) y del COMAC C919 (LEAP-1C), y ostenta una cuota cercana al **60% en la familia Airbus A320neo** (LEAP-1A).
- Turbinas para Helicópteros:** N.º 1 mundial a través de *Safran Helicopter Engines*, concentrando entre el 32% y el 36% del mercado global en entregas de turbinas civiles y militares.
- Aviación Militar y Espacio:** Produce los motores M88 para el caza Rafale de Dassault Aviation, los turbopropulsores TP400 para el transporte A400M y ostenta el 50% de ArianeGroup (cohetes Ariane 6).

3.2 División de Equipamiento y Defensa (39% de las ventas)

Aporta 12.302 M€ en ventas con un margen EBIT del 12,7% (13,1% en H1 2026). Concentra la oferta tecnológica en sistemas de vuelo críticos, componentes estructurales y sistemas de seguridad:

Línea de Equipamiento	Posición de Mercado	Cuota de Mercado / Presencia Global
Trenes de Aterrizaje (Landing Systems)	N.º 1 Mundial	Equipa >50% de aviones comerciales >100 plazas (+34.000 aeronaves)
Ruedas y Frenos de Carbono	N.º 1 Mundial	50% - 56% de cuota en flota comercial equipada con frenos de carbono
Cableado Eléctrico (EWIS)	N.º 1 Mundial	Sistemas de distribución y arquitectura para aeronaves 'más eléctricas'
Sistemas de Evacuación y Oxígeno	N.º 1 Mundial	Líder en toboganes/balsas de emergencia y N.º 2 en sistemas de oxígeno
Mandos de Vuelo y Actuadores	N.º 2 Mundial / Líder	Reforzado tras la adquisición del negocio de mandos de Collins Aerospace
Navegación Inercial y Optrónica	N.º 1 Europa (PNT)	Sistemas PNT resilientes sin GPS y N.º 2 en optrónica de defensa europea

3.3 División de Interiores de Aeronaves (11% de las ventas)

Genera 3.300 M€ en ventas. Tras atravesar una compleja reestructuración tras la adquisición de Zodiac Aerospace, la división retornó a la rentabilidad en 2024 (0,9%), elevando su margen al 3,2% en 2025 y al 3,7% en H1 2026 (con objetivo a 2028e del ~10%):

- Safran Cabin (SFE):** N.º 1 mundial en interiores de cabina instalados por el constructor, con entre un 18,5% y un 20% de cuota de mercado (compartimentos de equipaje, lavabos, galleys y divisores).
- Safran Seats (BFE):** N.º 1 / N.º 2 mundial en asientos de aviación comercial comprados por aerolíneas, destacando su posición de liderazgo absoluto en clase Business.

3.4 Distribución Geográfica de Ingresos y Plantilla Global

La diversificación geográfica de Safran equilibra su presencia industrial en Francia con una huella comercial global:

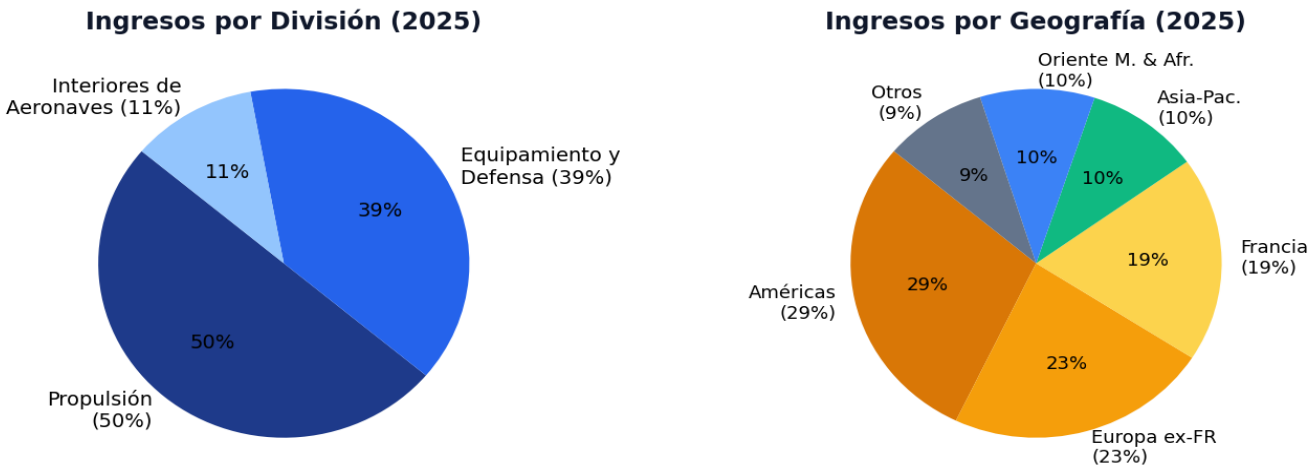


Figura 3.1: Desglose por División Operativa y Distribución Geográfica de Ventas (2025)

4. EL MODELO ECONÓMICO DEL CICLO DE VIDA (AFTERMARKET & MRO)

4.1 La Lógica Económica: El Modelo 'Maquinilla y Cuchilla'

En la aviación comercial, la venta del equipo original (*Original Equipment* - OE) o motor nuevo se realiza con márgenes muy ajustados o incluso a precio de coste. La verdadera rentabilidad y generación de flujo de caja libre proviene de la venta de repuestos originales y servicios globales de mantenimiento, reparación y revisión (*Maintenance, Repair and Overhaul* - MRO) a lo largo de los **25 a 30 años de vida útil** de cada aeronave.

Durante su ciclo operativo, un motor civil pasa por inspecciones pesadas y revisiones mayores en taller (*shop visits*) entre **3 y 5 veces**. Dado que una aerolínea no puede cambiar de modelo de motor en un avión ya certificado, Safran captura un flujo de caja cautivo recurrente durante décadas.

4.2 Dos Modelos de Facturación Comercial: CFM56 vs. LEAP

Safran articula la monetización del negocio postventa a través de dos esquemas de facturación diferenciados:

Característica	Programa de Motor CFM56 (Generación Madura)	Programa de Motor LEAP (Generación Nueva)
Modelo Comercial	Tiempo y Materiales (T&M; / Spare Parts)	Contratos por Hora de Vuelo (RPFH - Rate Per Flight Hour)
Reconocimiento de Ingreso	Inmediato al vender piezas de repuesto a talleres	Diferido y progresivo según horas de vuelo acumuladas
Madurez de la Flota	Flota madura (>34.000 motores), visitas pesadas a taller	Flota joven (1.800 entregas/año), iniciando revisiones
Impacto en Margen	Margen inmediato muy elevado (>25%-30% EBIT)	Liberación de margen tras alcanzar hitos técnicos (triggers)
Capacidad MRO	Red de talleres madura + venta de piezas a terceros	Red 'Open MRO' con licencias CBSA y expansión propia

4.3 Factores del 'Boom' Actual en el Mercado Postventa

En los últimos ejercicios, la división de repuestos civiles ha registrado crecimientos extraordinarios impulsados por tres factores concurrentes:

- **Envejecimiento de la Flota Existente:** Los retrasos de entregas de aviones nuevos por parte de Airbus y Boeing obligan a las aerolíneas a seguir volando sus flotas CFM56 maduras. La tasa de retiro de aviones se encuentra en mínimos históricos, generando *shop visits* con alcances de trabajo (*worksopes*) muy pesados.
- **Inicio de Revisiones del LEAP:** Los primeros motores LEAP entregados entre 2016 y 2019 están alcanzando sus primeras revisiones pesadas, las cuales tienen tarifas y requerimientos tecnológicos superiores.
- **Poder de Fijación de Precios (Pricing Power):** Safran ejecuta revisiones contractuales e incrementos de precios de catálogo en piezas de repuesto por encima de la inflación cada mes de agosto.

4.4 Estrategia de Capacidad e Infraestructura 'Open MRO'

Para absorber la inminente ola de mantenimiento global, Safran invierte más de 1.000 millones de euros en la expansión de su red propia de talleres (destacando los grandes centros MRO de **Hyderabad en India, Querétaro en México, Casablanca en Marruecos y Bruselas en Bélgica**). Asimismo, otorga licencias CBSA (*CFM-Branded Services Agreements*) a talleres de prestigio como Lufthansa Technik, Air France-KLM o Delta TechOps, y fomenta la economía circular mediante **CFM Materials** y **Tarmac Aerosave**.

5. ALIANZA ESTRATÉGICA CON GE AEROSPACE Y PROGRAMA CFM RISE

5.1 La Alianza CFM International (Renovada hasta 2050)

Fundada en 1974 mediante un acuerdo bilateral promovido por los presidentes Georges Pompidou y Richard Nixon, **CFM International** es una *joint venture* al 50/50 entre Safran Aircraft Engines y GE Aerospace. Representa una de las asociaciones industriales más exitosas y rentables de la historia:

- **Reparto de Responsabilidades Industriales (50/50):** GE Aerospace desarrolla el núcleo caliente (*core*: compresor de alta presión, cámara de combustión y turbina de alta presión). Safran desarrolla el módulo de baja presión (ventilador/fan, compresor y turbina de baja presión), la caja de accesorios (*accessory gearbox*) y el sistema de reversa de empuje.
- **Acuerdo de Extensión de Alianza:** En junio de 2021, los CEOs de ambas compañías renovaron oficialmente la alianza de CFM International **hasta el año 2050**, blindando el desarrollo conjunto de la próxima generación de motores.
- **Participación en Motores GE de Gran Empuje (Risk-Sharing):** Safran participa además como socio de riesgo en motores para aviones de fuselaje ancho de GE: **GE90** (23,7%), **GENx** (7,7%), **GE9X** para el B777X (11,2%) y **GP7200** (17,5%).

5.2 El Programa de Motores de Nueva Generación CFM RISE

El programa **CFM RISE** (*Revolutionary Innovation for Sustainable Engines*), lanzado en junio de 2021, es la mayor iniciativa tecnológica de la aviación comercial contemporánea. Busca definir el estándar de propulsión para los aviones comerciales de pasillo único que sustituirán a las familias A320neo y 737 MAX a mediados de la década de 2030 (horizonte 2035).

Parámetro Técnico	Objetivo del Programa CFM RISE	Tecnología / Innovación Clave
Reducción de Consumo y CO2	> 20% de reducción respecto al motor LEAP	Arquitectura de Ventilador Abierto (Open Fan / Unducted)
Descarbonización Total	> 80% de reducción en ciclo de vida	100% compatible con SAF (Biofuels/e-fuels) e Hidrógeno
Hibridación Eléctrica	Asistencia de potencia en fases críticas	Motores/generadores eléctricos acoplados a los ejes de alta/baja
Materiales de Vanguardia	Reducción masiva de peso y resistencia térmica	Álabes de fibra de carbono 3D + Compuestos Cerámicos (CMC)
Fabricación Aditiva	Complejidad reducida y ligereza estructural	Piezas impresas en 3D (hasta el 25% de los componentes)
Campañas de Ensayo	Validar acústica y aerodinámica	>500 campañas de prueba + ensayos en vuelo en A380 de Airbus

5.3 Ensayos Industriales y Hitos del Programa RISE

El programa RISE avanza a ritmo acelerado hacia la madurez tecnológica. Se han completado más de 200 a 260 horas de pruebas en túneles de viento con modelos a escala 1:5 (demostrador *ECOENGINE*) en las instalaciones de ONERA en Modane (Francia). En Bélgica, el centro **BeCOVER** prueba compresores de baja presión, mientras que en Villaroche se construye un banco de pruebas de 9 metros de diámetro. CFM ha firmado un acuerdo con Airbus para realizar pruebas de vuelo del motor *Open Fan* montado en un ****Airbus A380 de ensayos**** a partir de la segunda mitad de esta década.

6. EQUIPO DIRECTIVO, GOBIERNO CORPORATIVO Y 'SKIN IN THE GAME'

6.1 Estructura Dual de Gobierno: Segregación de Funciones

Desde 2015, Safran aplica de forma estricta la separación entre la supervisión estratégica y la gestión ejecutiva diaria:

- **Presidente del Consejo de Administración (Chairman): Ross McInnes** (desde abril de 2015). Supervisa la gobernanza, las relaciones institucionales y el funcionamiento del Consejo sin funciones ejecutivas operativas.
- **Director Ejecutivo (CEO): Olivier Andriès** (desde el 1 de enero de 2021). Ostenta la máxima autoridad ejecutiva y los más amplios poderes para dirigir las operaciones del grupo y presidir el Comité Ejecutivo (ComEx).

6.2 Trayectoria Profesional de las Figuras Clave

Olivier Andriès (CEO): Graduado en la *École Polytechnique* (1981) y en la *École des Mines de Paris* (1984). Inició su carrera en el Ministerio de Industria y la Dirección del Tesoro francés. Tras pasar por el Grupo Lagardère (1995), Airbus (2000, Vicepresidente de Aviones de Fuselaje Ancho) y EADS (2007, VP Ejecutivo de Estrategia), ingresó a Safran en 2008. Presidió *Safran Helicopter Engines* (2011) y *Safran Aircraft Engines* (2015-2020), liderando el desarrollo industrial del motor LEAP antes de asumir la jefatura ejecutiva global.

Ross McInnes (Chairman): Con doble nacionalidad francesa y australiana, es graduado por la Universidad de Oxford. Inició su carrera en banca de inversión (Kleinwort Benson, Continental Bank) y ejerció como Director Financiero (CFO) en Eridania Béghin-Say (1991), Thomson-CSF/Thales (2000) y PPR/Kering (2005). Se unió a Safran en 2009 como VP Ejecutivo Financiero y fue nombrado Presidente del Consejo en 2015.

6.3 Compromiso y Alineación del Directivo ('Skin in the Game')

La directiva de Safran presenta un grado de alineación patrimonial e incentivo a largo plazo extremadamente elevado:

Métrica de Alineación	Regulación Interna / Cifra Real	Impacto en la Gobernanza
Tenencia Obligatoria CEO	1 año entero de salario fijo en acciones	Mapeo patrimonial directo con el valor de la acción
Acciones en Propiedad CEO	49.379 acciones (~16,3 Millones de €)	Patrimonio >17x salario fijo (€950.000) y >5x retribución total
Obligación de Retención	Conservar mín. 40% de Performance Shares	Retención obligatoria de títulos hasta el cese ejecutivo
Prohibición de Coberturas	Compromiso formal 'No Hedging'	Prohibido usar derivados para neutralizar caídas de la acción
Accionariado de Plantilla	5,5% - 7,0% del capital social (8,5%-10,8% votos)	Una de las mayores tasas de accionariado interno del CAC 40
Estructura de LTI	100% Acciones de Rendimiento (0 Stock Options)	Sujeto a metas a 3 años: ROI, FCF, TSR relativo y CO2

6.4 Política de Recompra de Acciones (Share Buybacks)

Safran ejecuta un programa marco de recompra de acciones de hasta **5.000 millones de euros** estructurado en tres fines estratégicos: (1) cobertura para neutralizar la dilución de bonos convertibles OCEANES (2027/2028), (2) provisión de acciones para planes de rendimiento de empleados y directivos, y (3) **amortización y cancelación directa de títulos** para elevar el beneficio por acción (ej. cancelando 3,62 millones de acciones en 2024 y ejecutando nuevos tramos masivos en 2025/2026).

7. INFLUENCIA DEL ESTADO FRANCÉS E INTELIGENCIA ARTIFICIAL EN DEFENSA

7.1 Participación Accionarial y Derechos de Voto del Estado Francés

El Estado francés es el principal accionista institucional individual de Safran, poseyendo entre el **11,2% y el 11,72% del capital social**. Al beneficiarse de los derechos de voto dobles asignados a las acciones registradas durante más de dos años, el Gobierno francés controla entre el **17,1% y el 18,35% de los derechos de voto** en la Junta General de Accionistas.

7.2 Mecanismos de Control, Veto y Protección de Activos de Defensa

La influencia pública no se limita al voto accionarial, sino que está blindada por un marco institucional y legislativo formal:

- Representación en la Gobernanza:** El Estado cuenta con dos asientos asegurados en el Consejo de Administración (un representante directo por decreto y un consejero propuesto por el Estado). Asimismo, un Comisionado del Gobierno (Inspector General de los Ejércitos) asiste con voz pero sin voto para supervisar los contratos militares.
- Acuerdo sobre Activos Estratégicos de Defensa (Marzo 2018):** Mientras el Estado posea más del 10% del capital, exige el **voto favorable obligatorio** de al menos un director estatal para autorizar ventas de activos militares de propulsión de misiles o participaciones en filiales clave (*Safran Ceramics, Safran Power Units, Safran Electronics & Defense y ArianeGroup Holding*).
- Acciones Específicas (Golden Shares):** El Estado posee una acción específica en Safran Ceramics y derechos especiales de veto sobre ArianeGroup y en la metalúrgica Aubert & Duval (AD SAS).
- Control de Exportaciones:** Toda venta exterior de productos militares está supeditada a las licencias de exportación concedidas por la DGA (Dirección General de Armamento).

7.3 Integración de la IA en Defensa mediante Safran.AI (Preligens)

En septiembre de 2024, Safran completó la adquisición de **Preligens** (renombrada **Safran.AI**), empresa líder europea en inteligencia artificial aplicada a la defensa y la inteligencia geoespacial (GEOINT), integrada en la división Safran Electronics & Defense:

Capacidad de IA	Descripción Técnica	Aplicación Operativa Militar / Industrial
Análisis GEOINT	Deep learning sobre imágenes satelitales y vídeo continuo	Detección y clasificación de activos militares en tiempo real
Algorithm Factory	Infraestructura industrializada de producción de detectores	Despliegue rápido de algoritmos trazables para OTAN y DGA
IA Embarcada (ACE)	Motor Cognitivo ACE (Advanced Cognitive Engine)	Integrado a bordo de drones tácticos (Patroller) y optrónica
Detección Radar (SAR)	Alianza estratégica con ICEYE (Finlandia)	Análisis radar para visión a través de nubes y oscuridad
Industria 4.0 Dual	Inspección digital de componentes complejos	Control de calidad no destructivo en las fábricas del grupo

8. DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO, SOLVENCIA Y DEUDA (2019-2026e)

8.1 Trayectoria Histórica de Estados Financieros (2019 - 2026e)

El desempeño financiero de Safran refleja una superación completa del impacto del COVID-19, alcanzando máximos históricos en facturación, margen EBIT y flujo de caja libre:

Métrica Financiera	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	H1 2026	2026e
Ingresos (€M)	24.640	16.498	15.257	19.035	23.199	27.317	31.329	17.571	>36.000
EBIT Recurrente (€M)	3.820	1.686	1.805	2.408	3.166	4.119	5.197	3.237	6.450
Margen EBIT (%)	15,5%	10,2%	11,8%	12,6%	13,6%	15,1%	16,6%	18,4%	~18,0%
Free Cash Flow (€M)	1.983	1.073	1.680	2.666	2.945	3.189	3.921	2.616	4.800
Beneficio/Acción (€)	6,20	1,98	1,78	2,76	4,85	7,37	7,60	4,63	10,42
Dividendo/Acción (€)	0,00	0,43	0,50	1,35	2,20	2,90	3,35	--	~4,00e
Entregas Motor LEAP	1.736	815	935	1.136	1.570	1.407	1.802	1.030	~2.000e

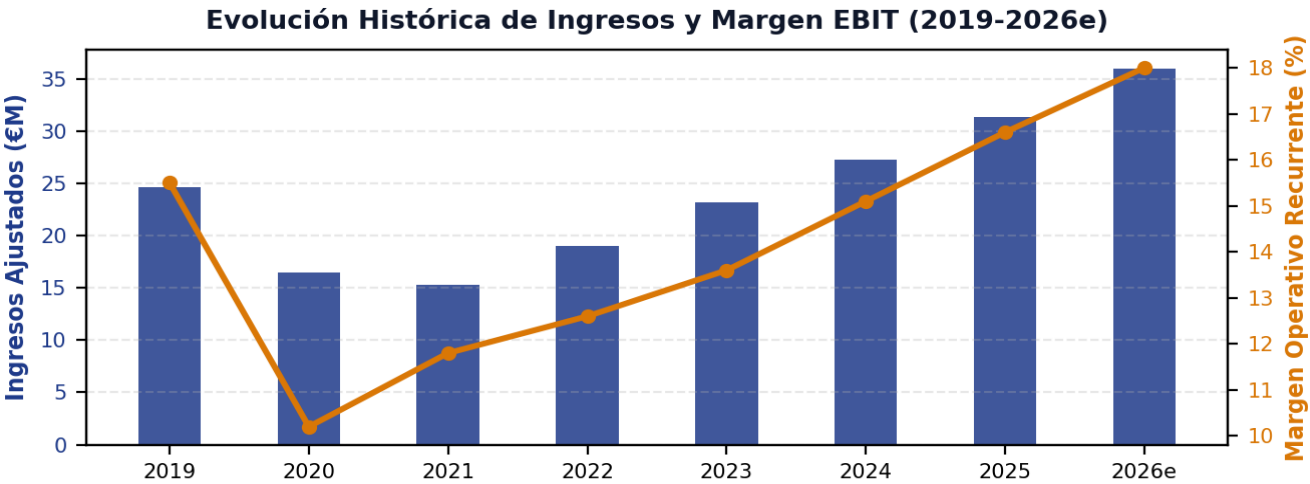


Figura 8.1: Evolución Histórica de los Ingresos Ajustados y Margen Operativo Recurrente

8.2 Análisis de Solvencia y Balance Desapalancado

Safran opera bajo una estructura financiera totalmente desapalancada, situándose en posición de **caja neta positiva** desde 2022:

Ratio de Solvencia	Definición / Fórmula	Valor Safran (2025 / 2026)	Evaluación de Salud Financiera
Deuda Neta / EBITDA	(Deuda Bruta - Caja) / EBITDA	0,0x / Negativo (Caja Neta +1.667 M€)	Máxima flexibilidad, solvencia impecable
Coeficiente Corriente	Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	0,95x - 0,96x	Normal en sector por pasivos de pagos anticipados

Ratio de Solvencia	Definición / Fórmula	Valor Safran (2025 / 2026)	Evaluación de Salud Financiera
Gearing (Deuda/Patrimonio)	Deuda Neta / Patrimonio Neto	0% (Negativo)	Financiación 100% mediante fondos propios
Altman Z-Score	Modelo multivariante de quiebra	2,73 - 2,87	Zona Segura / Riesgo de insolvencia inexistente
Calificación Crediticia	Rating público agencias de crédito	S&P;: 'A' (Estable) / EthiFinance: 'A+'	Calificación crediticia de grado de inversión superior

8.3 Carga Financiera e Intereses Insignificantes

La carga de intereses devengados por la deuda es prácticamente insignificante, representando históricamente **menos del 1% de la facturación**. En 2024 y 2025, los rendimientos obtenidos por las inversiones de tesorería superaron al gasto financiero bruto, generando un **ingreso neto por intereses de 116 millones de euros**.

9. RENTABILIDAD DEL CAPITAL (ROIC/ROE), REINVERSIÓN Y APALANCAMIENTO

9.1 Métricas de Retorno sobre el Capital (ROIC / ROE / ROA)

La capacidad de creación de valor de Safran se demuestra mediante sus elevados retornos sobre el capital, superando holgadamente su coste medio ponderado de capital (WACC del 7,5% - 8,5%):

- ROIC (Return on Invested Capital):** Tras caer al 8,1% en 2020, el ROIC rebotó al 17,4% en 2022, 21,2% en 2023, **34,4% en 2024** y **28,4% en 2025** (proyectando ~32,0% en 2026e). Esta expansión masiva se explica porque, al operar con caja neta positiva, la base de capital invertido neto se reduce mientras los beneficios operativos crecen a ritmo récord.
- ROE (Return on Equity):** El retorno sobre fondos propios alcanzó el 28,6% en 2024 y el 20,5% en 2025 (con mediciones ajustadas recientes de hasta el **57%**), reflejando una excelente eficiencia en la remuneración del capital propio.
- ROA (Return on Assets):** Se sitúa en el 5,1% - 5,6%, un nivel moderado explicado porque el balance está inflado por más de 6.500 M€ en caja y elevadas partidas de pasivos por pagos anticipados de clientes.

9.2 Tasa de Reinversión en CapEx e I+D (R&T; Autofinanciada)

Para preservar sus fosos tecnológicos y ampliar su capacidad industrial MRO, Safran sostiene una tasa de reinversión combinada del **11% al 13,5% de sus ingresos**:

Concepto de Inversión	2019	2021	2023	2025	H1 2026	Destino Principal de la Inversión
CapEx (€M)	695 M€	387 M€	823 M€	1.238 M€	980 M€	Nuevos talleres MRO (India, México) y capacidad OE
CapEx / Ventas (%)	2,8%	2,5%	3,5%	3,9%	5,6%	Aceleración de capacidad industrial e instalaciones
I+D Autofinanciada (€M)	1.725 M€	1.430 M€	1.818 M€	~2.000 M€	~1.300 M€	75%-88% dedicado a descarbonización (RISE)
I+D / Ventas (%)	7,0%	9,4%	7,8%	6,4%	7,9%	Desarrollo tecnológico continuo autofinanciado

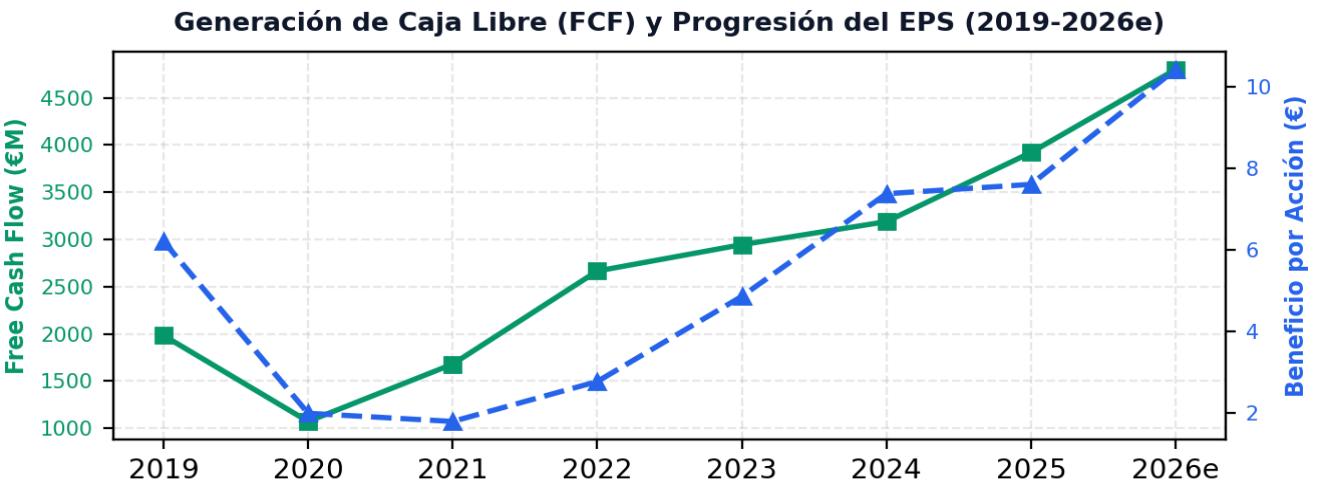


Figura 9.1: Evolución del Flujo de Caja Libre (FCF) y Progresión del Beneficio por Acción (EPS)

9.3 Apalancamiento Operativo (Degree of Operating Leverage - DOL)

Debido a que Safran soporta costes fijos industriales y de R&D;, cada incremento en el volumen de ventas amplifica porcentualmente más el resultado operativo. El coeficiente de apalancamiento operativo oscila entre **1,4x y 1,8x** (ej. en 2025, las ventas crecieron un +14,7% y el EBIT se disparó un +26,2%, apalancamiento de 1,78x), lo que explica la constante expansión de márgenes.

10. GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGOS CORPORATIVOS (ERM)

Safran gestiona su exposición operativa y macroeconómica mediante un sistema de **Gestión de Riesgos Corporativos (ERM)** estructurado en ocho grandes frentes estratégicos:

Riesgo Identificado	Naturaleza de la Amenaza	Estrategia de Mitigación y Protección de Safran
Cadena de Suministro	Cuellos de botella, retrasos en proveedores y costes	Proceso 'Watch Tower' (5-10 proveedores críticos) + Multi-sourcing
Geopolítica y Titanio	Restricciones a metales críticos (titanio ruso)	Integración vertical de Aubert & Duval + fuentes alternativas
Seguridad y Calidad	Incidentes técnicos o fraudes en piezas MRO	Sistema de Gestión de Seguridad (SMS) + tecnología blockchain
Transición Tecnológica	Riesgo de adopción en programa RISE y SAF	75%-88% de I+D en descarbonización + >500 ensayos físicos
Regulación Química	Prohibición europea de sustancias PFAS (ReACH)	Estrategia 'Anticipar, Sustituir y Controlar' con ASD europea
Ciberseguridad	Ataques de ransomware o ciberespionaje industrial	Centro informático CERT-Safran 24/7 + plataforma AirCyber®
Riesgo de Divisa (USD)	Fluctuación del par EUR/USD en ventas civiles	Cobertura financiera a 3-4 años vista mediante derivados
Capital Humano	Escasez de perfiles técnicos y jubilaciones sénior	Convenios universitarios + plan de accionariado de plantilla

Estrategia de Cobertura de Divisa (EUR/USD): Dado que la aviación comercial facturada en dólares representa una porción dominante de los ingresos, Safran mantiene una cartera de derivados financieros (ventas a plazo y opciones knock-out) que cubren sus necesidades netas de dólares a un plazo de 3 a 4 años vista, protegiendo el margen EBIT ante volatilidades cambiarias.

11. VALORACIÓN BURSÁTIL, CONSENSO DE ANALISTAS Y TESIS BAJISTA

11.1 Múltiplos Históricos vs. Cifras Recientes

Los múltiplos de Safran reflejan una prima de valoración justificada por la alta calidad de su negocio (*Quality Investment*) y la previsibilidad de sus flujos de caja a 30 años vista:

Múltiplo de Valoración	Promedio Histórico (2021-2024)	Múltiplo Reciente (2025-2026e)	Justificación de Mercado
PER (Forward P/E)	24,9x - 27,0x	29,7x - 31,7x (~30x 2026e)	Prima por visibilidad postventa y expansión de márgenes
EV / Sales	2,5x - 3,0x	3,7x - 4,0x	Revalorización bursátil apoyada en crecimiento de ventas
EV / EBITDA	12x - 16x	19x - 20x	Evaluación desapalancada respaldada por la caja neta
Price / Book Value	7,5x - 9,0x	8,5x - 9,5x	Justificado por la rentabilidad sobre fondos propios (ROE ~57%)

11.2 Consenso de Analistas y Precios Objetivos

La postura del consenso de analistas institucionales es marcadamente optimista:

- **Recomendaciones:** De 22 analistas principales, **14 (63,6%) recomiendan Compra**, 7 (31,8%) recomiendan Mantener/Neutral y solo 1 (4,5%) recomienda Venta.
- **Precio Objetivo Medio:** **382,86 €** (representando un potencial alcista del **+16,0%** frente a cotizaciones de ~330 €).
- **Rango de Precios Objetivos:** Máximo de **460,00 €** (JPMorgan, +39,3%) y Mínimo de **257,00 €** (-22,1%). Firmas como Berenberg (400 €), Barclays (390 €) y Goldman Sachs (390 €) reiteran recomendación de compra.

11.3 Tesis Cautelosa y Argumentos Bajistas

A pesar del sesgo alcista generalizado, los inversores cautelosos señalan cuatro riesgos de valoración:

- **1. Múltiplos Exigentes y Escaso Margen de Seguridad:** Cotizar a ~30x PER futuro deja un margen reducido ante imprevistos de producción.
- **2. Normalización del Mercado Postventa:** Si Airbus y Boeing estabilizan entregas de aviones nuevos, las aerolíneas acelerarán la retirada de flotas CFM56, moderando las ventas de repuestos de mayor margen.
- **3. Presión de Constructores sobre Márgenes MRO:** Intentos de Airbus por recortar la tajada económica de los fabricantes en el mercado postventa.
- **4. Impacto Fiscal Extraordinario:** La sobretasa impositiva en Francia resta ~500 M€ en caja en 2025/2026.

12. CONCLUSIÓN ESTRATÉGICA Y VEREDICTO DE INVERSIÓN

12.1 Síntesis de la Tesis de Inversión

Safran representa uno de los activos de mayor calidad industrial y financiera del mercado europeo. Su posición de oligopolio en motores comerciales de pasillo único, combinada con un modelo de negocio de 30 años de ingresos cautivos por mantenimiento, le otorga un perfil defensivo único con alta visibilidad de caja.

Pilar de Análisis	Evaluación Fundamental	Calificación / Impacto en Inversión
Posición de Mercado	Oligopolio global en propulsión + Monopolio de plataforma B737 MAX y C919	SOBRESALIENTE (Fosos infranqueables)
Salud Financiera	Caja neta positiva (+1.667 M€) + Rating S&P; 'A' de grado de inversión	EXCEPCIONAL (Riesgo de quiebra 0)
Rentabilidad Capital	ROIC récord del 28%-34% y ROE del 20%-57% (WACC 7,5%-8,5%)	EXTREMA CREACIÓN DE VALOR
Generación de Caja	FCF de 3.921 M€ en 2025 y ~4.800 M€ en 2026e (Conversión EBIT >70%)	ALTA CALIDAD DEL BENEFICIO
Valoración Bursátil	PER ~30x 2026e y EV/Ventas 3,7x-4,0x (Precio actual ~330 € vs Objetivo 382,86 €)	EXIGENTE PERO JUSTIFICADA

12.2 Veredicto Final y Estrategia de Entrada

Veredicto Final: Safran es una compañía de categoría '**Core / Buy and Hold**' para carteras de inversión enfocadas en calidad y largo plazo. El crecimiento proyectado del beneficio por acción **(+37,1% en 2026 a 10,42 €/acción)** y el plan acumulado de 21.000 millones de euros en FCF a 2028 respaldan plenamente su tesis operativa.

Estrategia de Entrada: Dado que la acción cotiza cerca de sus máximos históricos y con múltiplos ajustados que descuentan un escenario de ejecución impecable, la estrategia recomendada consiste en **construir posición de forma escalonada aprovechando correcciones puntuales del mercado.**

Conclusión del Análisis Fundamental:

Safran S.A. aúna todos los atributos de una gran franquicia industrial: monopolio de plataforma, ingresos cautivos a 30 años, balance en caja neta, ROIC del 34% y liderazgo tecnológico en la descarbonización aeroespacial. Se reafirma como una opción estratégica primordial para inversores institucionales de largo plazo.