

Air France-KLM : le décollage est

Le titre du transporteur affiche une performance décevante et une valorisation anormalement faible. Pourtant, l'environnement est porteur, les coûts sont strictement contrôlés et les résultats du groupe excellents. Tout porte à croire au rebond de l'action.

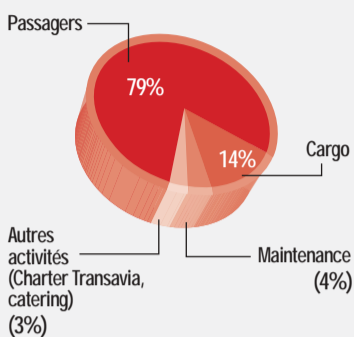
C'est une question régulièrement évoquée par les marchés : les fusions sont-elles créatrices de valeur pour les actionnaires ? Dans le cas d'Air France-KLM, la réponse est plutôt positive. Depuis le 30 septembre 2003, date à laquelle le rapprochement des deux compagnies aériennes a été annoncé, le cours de Bourse a progressé de 41,5%.

Seulement, sur un laps de temps plus court, le parcours boursier est moins favorable : le titre n'a gagné que 3,1% depuis le début de l'année, à comparer à une hausse de 4,8% pour l'indice CAC 40. Le prix élevé du pétrole est, bien entendu, grandement responsable de cette piètre performance. Le renchérissement du kérosène est en effet une préoccupation majeure pour le groupe, comme d'ailleurs pour l'ensemble du transport aérien, car il alourdit considérablement les coûts. Les dépenses de carburant représentent environ 20% des charges d'exploitation. Cette problématique ne doit toutefois pas faire oublier qu'Air France-KLM dispose d'atouts majeurs qui assurent une bonne visibilité sur les résultats.

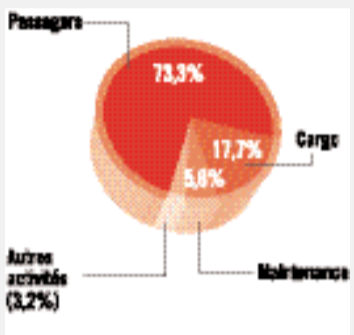
Une demande toujours soutenue
Le groupe bénéficie tout d'abord d'un contexte global très porteur. Selon les données de l'Association internationale du transport aérien (Iata), la demande a encore augmenté de 7% pour le trafic passagers au mois de mai et de 5,1% pour le fret. Air France-KLM assure par ailleurs que les réservations pour la saison estivale ne traduisent aucun fléchissement. Optimiste quant à l'évolution de la demande, la société a programmé une hausse sensible de ses capacités de transport au cours des prochaines années : «La stratégie est radicalement tournée vers le développement de l'offre, qui devrait augmenter en moyenne de 5% par an d'ici à 2010», remarquent les analystes de Raymond James Euro Equities. En comparaison, celle de British Airways ne devrait croître que de 2,5 à 3% sur l'exercice en cours, et celle de Lufthansa de 1,8%.

Cette demande soutenue facilite la vie des compagnies aériennes, puisqu'elle leur permet de regagner une marge de manœuvre en termes de fixation des prix (*pricing power*). Cette latitude est d'autant plus grande pour Air France-KLM, que le groupe dispose d'atouts compétitifs non négligeables. Sur les vols long-courriers, 38% des destinations desservies par Air France-KLM ne le sont ni par British Airways ni par Lufthansa. Par ailleurs, les destinations où les trois grandes compagnies européennes opèrent simultanément ne représentent que 40% du réseau d'Air France-KLM, contre 54% de celui de British Airways et 60% de celui de Lufthansa. Conséquence : au cours du dernier exercice, la recette unitaire a augmenté de 3,5% pour l'activité passagers.

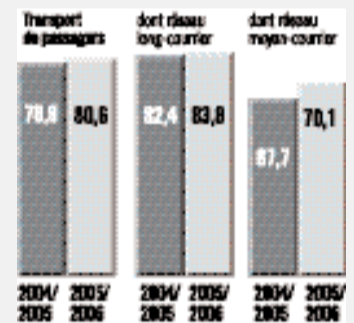
CHIFFRE D'AFFAIRES PAR ACTIVITÉ



RÉSULTAT D'EXPLOITATION PAR ACTIVITÉ



ÉVOLUTION DU COEFFICIENT D'OCCUPATION (EN %)

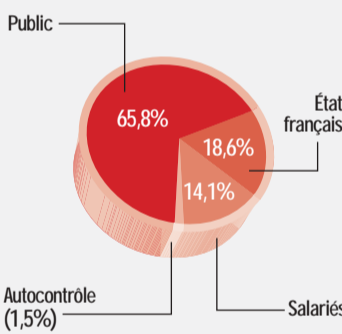


SOURCE : DES GRAPHIQUES : AIR FRANCE-KLM



Au cours de l'exercice clos le 31 mars dernier, Air France-KLM a transporté 70 millions de passagers, soit 6,4% de plus que l'année précédente. Le groupe bénéficie pleinement du dynamisme du transport aérien.

RÉPARTITION DU CAPITAL



PER COMPARÉS DU SECTEUR

• Iberia Espagne	22,3
• Ryanair Irlande	17,7
• Lufthansa Allemagne	15,4
• British Airways Royaume-Uni	9,1
• Air France-KLM France/P.-B.	8,4

L'enthousiasme actuel pourrait toutefois baisser d'un cran dans les mois à venir : «Il y a un risque que le prix élevé du pétrole et la hausse des taux d'intérêt dans les pays industrialisés entraînent un ralentissement économique plus tard dans l'an-

née», a récemment prévenu le président de l'Iata. Euler Hermes SFAC s'attend, pour sa part, à un fléchissement progressif de l'activité dans le transport aérien, lié à la décélération de la croissance aux États-Unis et, par ricochet, en Asie. Sur le long

En un clin d'œil

Des couvertures efficaces sur le pétrole

Pour l'exercice en cours, Air France-KLM a déjà couvert 80% de sa consommation de carburant. Le groupe estime que cela lui permettra d'économiser 1,3 milliard de dollars sur la période.

Une valorisation attrayante

Le titre affiche une décote par rapport à ses concurrents. Le PER est estimé à 8,4 pour l'exercice en cours, contre 9,1 pour British Airways, 15,4 pour Lufthansa et 17,7 pour Ryanair.

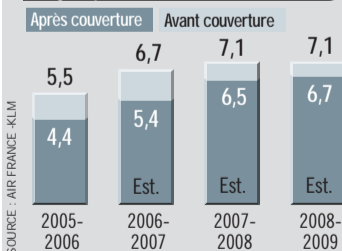
Des performances financières à améliorer

La marge opérationnelle n'a été que de 4,4% l'an dernier, alors qu'elle a atteint 8,3% pour British Airways, qui vise 10% en 2008. On constate également un écart sur la rentabilité des capitaux employés, qui s'est élevée à respectivement 4,4 et 8%.

Le prix élevé du pétrole gêne l'ascension du titre

Vivre avec un prix de l'or noir durablement élevé, tel est le défi qui s'impose dorénavant à l'industrie du transport aérien. Un défi qu'Air France-KLM réussit à relever avec une relative aisance. Certes, les dépenses de carburant ont augmenté de 31,9% au cours du dernier exercice, à 3,6 milliards d'euros (soit 17,5% des charges d'exploitation courantes) et elles devraient atteindre 4,4 milliards cette année. Mais le groupe a trouvé des solutions pour limiter l'impact du renchérissement du pétrole sur ses comptes. Il a l'une des meilleures politiques de couverture du secteur. Pour l'exercice en cours, 80% de ses besoins de kérosène sont couverts. Autre parade utilisée par la plupart des compagnies : l'instauration de «surcharges fuel», qui permettent de répercuter auprès du client le surcoût de la facture de kérosène. Au total, Air France a passé sept hausses, ce qui représente 16 euros

Estimation des factures de carburant du groupe en milliards de dollars



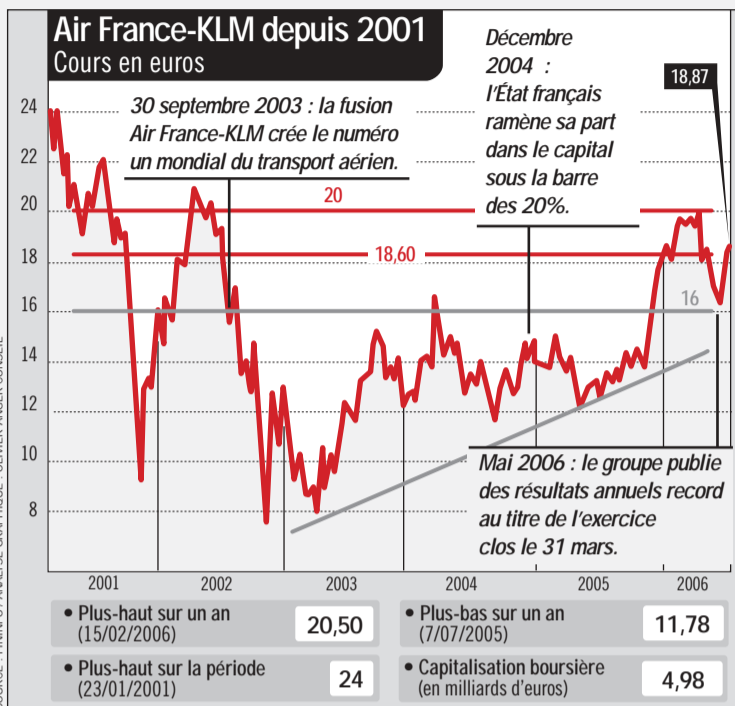
La facture de carburant des compagnies aériennes s'est envolée, dans le sillage du prix du pétrole. Malgré les couvertures mises en place, elle devrait encore augmenter d'un milliard de dollars cette année pour Air France-KLM.

Prix du kérosène en cent par gallon



pour un aller-retour sur le territoire national, 24 euros pour un moyen-courrier et 102 euros pour un long-courrier. Enfin, le groupe bénéficie actuellement, comme tous ses concurrents européens, de la faiblesse du dollar, devise dans laquelle s'effectue le paiement du carburant. ■

attendu en Bourse



Commentaire. La tendance est plutôt favorable pour le titre Air France-KLM. Il lui faudra néanmoins franchir la résistance située à 18,60 euros pour pouvoir évoluer vers 20 euros. Ce seuil pourrait ensuite être difficile à passer. ■

Les chiffres clés d'Air France-KLM

Exercices clos au 31 mars	2005	2006	2007 (e)	2008 (e)
Chiffre d'affaires (1)	19 467	21 448	22 765	24 014
Résultat d'exploitation (1)	553	936	1 040	1 068
Marge d'exploitation	2,8%	4,4%	4,6%	4,4%
Résultat net (1)	1 704	913	606	636
Marge nette	8,8%	4,3%	2,7%	2,6%
Ratio d'endettement	94%	56%	66%	48%
Rentabilité des fonds propres	28,3%	11,6%	7,7%	8,1%
PER (2)	13,5	10	8,4	8,2
Dividende (3)	0,05	0,15	0,3	0,33
Rendement global	0,3%	1,1%	1,5%	1,8%

(1) En millions d'euros. (2) Rapport entre le cours de Bourse et le bénéfice estimé. (3) En euro. Correspond au dividende versé dans l'année, au titre de l'exercice précédent. (e) Estimations Le Revenu.

terme, la hausse du trafic passagers pourrait tomber à 5% par an, contre 7,6% en 2005.

Une flotte renouvelée qui consomme moins de kérosène
Compte tenu de cette menace de coup de frein de l'activité, la poursuite du contrôle des coûts demeure une priorité. Air France-KLM fait figure de bon élève sur ce point, même si beaucoup reste à faire. Au cours du dernier exercice (clos le

31 mars 2006), les charges d'exploitation ont progressé moins vite que l'activité : elles n'ont augmenté que de 8,4% (4,5% hors carburant), pour une hausse de 10,2% du chiffre d'affaires. Un plan d'économies tous azimuts a été mis en place, chez Air France comme chez KLM. Les commissions versées aux agents de voyage ont ainsi été supprimées. Des accords pluriannuels ont par ailleurs été signés avec les différentes caté-

gories de personnels, prévoyant une hausse des salaires proche du taux d'inflation (les charges de personnel représentent le premier poste pour les compagnies aériennes). Enfin, le groupe modernise son parc d'avions, ce qui a un double avantage. Les frais de maintenance des appareils neufs sont moins élevés. Par ailleurs, les nouveaux modèles consomment moins de kérosène. «Nous avons une flotte jeune, au meilleur niveau en matière de consommation énergétique», a glissé Jean-Cyril Spinetta, le président d'Air France-KLM, lors de la présentation des résultats annuels, en mai. Le remplacement des Boeing 747 par des Boeing 777 sur le réseau des Caraïbes et de l'Océan Indien a, par exemple, permis d'améliorer les coûts d'exploitation unitaires jusqu'à 15%. Cette année, le groupe va encore consacrer environ un milliard d'euros à l'achat d'avions, ce qui représente la moitié de l'enveloppe allouée aux investissements.

À ces diverses économies, s'ajoutent les synergies liées à la fusion avec KLM. Ces dernières ont d'ailleurs été significativement relevées, le groupe ayant deux ans d'avance sur son plan initial. Pour l'exercice en cours, elles progresseront encore de 115 millions d'euros.

Le titre est excessivement décoté en Bourse

Compte tenu de tous ces éléments positifs, la décote dont l'action Air France-KLM souffre en Bourse par rapport aux autres transporteurs aériens nous semble excessive. La capitalisation boursière ne représente que 8,4 fois les bénéfices estimés pour l'exercice en cours, à comparer à un ratio de 9,1 pour British Airways et surtout de 15,4 pour Lufthansa.

L'écart se confirme si l'on prend en compte le ratio VE/Ebitdar, très utilisé dans le secteur du transport aérien (il rapporte la valeur d'entreprise - dette et capitalisation boursière - au résultat d'exploitation avant les éventuelles cessions d'avions). Selon les estimations de Raymond James Euro Equities, ce ratio ressort à 2,6 pour Air France-KLM pour l'exercice en cours, alors qu'il atteint 3,3 pour ses concurrents britannique et allemand. Nous nous attendons donc à un rattrapage de l'action dans les mois à venir.

■ Marianne Di Meo

Notre conseil

Renforcez. L'activité reste bien orientée, le potentiel de réduction des coûts est encore élevé et le bilan demeure sain (le ratio d'endettement a été ramené à 56% au cours du dernier exercice). Par ailleurs, la valorisation boursière est faible. [A-AF]

Entretien

Pierre-Henri Gourgeon

directeur général délégué d'Air France-KLM

«La modernisation de la flotte permet de réduire la consommation de carburant»

Le Revenu : Comment expliquer que les résultats annuels d'Air France aient largement dépassé vos prévisions initiales ?

Pierre-Henri Gourgeon : Pour l'exercice 2005-2006, nous tablions sur une stabilité du résultat d'exploitation, à 500 millions d'euros. Il a finalement atteint 936 millions. La réussite de la fusion se traduit de manière très nette au niveau commercial, les synergies se matérialisant plus vite que prévu. Par ailleurs, les couvertures sur le pétrole ont joué leur rôle.

Le Revenu : Vous faites de nouveau preuve de prudence, en prévoyant un résultat d'exploitation annuel au moins égal à celui du dernier exercice...

Pierre-Henri Gourgeon : Nous restons optimistes, malgré la poursuite de la hausse du prix du pétrole et notre changement de statut. L'application des règles Unedic va en effet représenter un coût supplémentaire de 150 millions dans nos comptes annuels. Nous allons dégager suffisamment de revenus pour couvrir ces coûts additionnels et ainsi pouvoir maintenir, voire augmenter, notre résultat d'exploitation.

Le Revenu : Vous prévoyez d'augmenter vos capacités de 5% par an d'ici à 2010. Vous estimez par conséquent que la croissance du trafic aérien va rester soutenue...

Pierre-Henri Gourgeon : L'activité de long-courrier, qui représente 60% de notre cœur de métier - le transport de passagers -, est loin d'être mature. Nous connaissons une période de croissance économique sans précédent (avec notamment l'explosion de la Chine et de l'Inde), qui crée un besoin de transport aérien tellement fort qu'il contrebalance l'effet ralentisseur que le prix élevé du pétrole pourrait avoir sur le secteur. La croissance de l'activité long-courrier est deux fois supérieure à celle de l'économie mondiale. L'industrie du transport aérien se trouve actuellement en sous-capacité sur ce créneau et va le rester, malgré les livraisons d'avions programmées.

Le Revenu : Vous êtes donc confiant sur l'évolution de la recette unitaire...

Pierre-Henri Gourgeon : La demande étant soutenue, nous pouvons reporter la hausse du prix du pétrole sur le passager. La recette unitaire, qui inclut les surcharges de fuel, devrait donc de nouveau progresser cette année, à un rythme similaire à celui du dernier exercice (+3,5%).

Le Revenu : Comment vous organisez-vous pour vivre avec un pétrole cher ?



Pierre-Henri Gourgeon : Dans un premier temps, les couvertures permettent de tenir le choc et de continuer à exploiter de vieux modèles. Puis la modernisation de la flotte permet de réduire la consommation de carburant. Nous investissons beaucoup dans de nouveaux avions. Le revers de la médaille est que cela occasionne beaucoup d'amortissements, qui pèsent sur le ré-

sultat. Mais le pic est désormais derrière nous.

Le Revenu : Quelles sont pour vous les incidences du décalage de livraison de l'A380, alors que vous deviez dans un premier temps recevoir trois appareils ?

Pierre-Henri Gourgeon : Ce décalage pose un réel problème à de nombreuses compagnies, car nous nous trouvons en situation de sous-capacité. Mais il ne remet pas en cause notre intérêt pour l'A380, car un appareil de grande taille reste nécessaire pour un groupe comme Air France-KLM. En attendant, des avions moins performants vont certainement rester opérationnels plus longtemps.

Le Revenu : Votre parcours boursier est décevant depuis le début de l'année, alors que les résultats annuels ont dépassé les objectifs et que les synergies liées à la fusion ont été relevées...

Pierre-Henri Gourgeon : Nous expli-

quons mal l'évolution du cours de Bourse. Elle nous semble liée à une incompréhension du marché. Les observateurs semblent croire que nos couvertures sur le pétrole, qui étaient très bonnes l'an dernier, vont s'estomper. Or, pour l'exercice en cours, 80% environ de nos besoins de carburant sont couverts à un prix du baril de 50 dollars. Ils semblent par ailleurs penser que nous augmentons trop nos capacités, surtout en comparaison de British Airways. Mais nous sommes convaincus d'avoir la bonne stratégie, car, je le répète, le transport aérien long-courrier est en sous-capacité.

Le Revenu : Pourquoi avoir pris une participation de 2% dans Club Méditerranée ?

Pierre-Henri Gourgeon : Lorsque Accor est sorti de son capital, la société a voulu stabiliser son actionariat pendant deux ans, afin de poursuivre son redressement. Nous avons accepté de participer au tour de table car c'était un moyen pour nous de montrer à Club Méditerranée que nous le considérons comme un client important (il représente un chiffre d'affaires annuel de 50 millions d'euros).

■ Propos recueillis par M.D.M

L'accord «ciel ouvert» difficile à conclure

Les États-Unis et l'Union européenne mènent actuellement des négociations afin de libéraliser les liaisons transatlantiques. L'accord dit de «ciel ouvert» remplacerait les accords bilatéraux qui existent actuellement entre chaque pays européen et les États-Unis. Mais les discussions achoppent sur un point : alors que le capital des compagnies européennes peut être détenu jusqu'à 49% par un investisseur étranger, les États-Unis limitent les prises de participation dans les transporteurs américains à 25%, l'investisseur n'ayant en outre aucun pouvoir dans la gestion. L'enjeu est de taille : en cas d'assouplissement des règles, Air France-KLM pourrait prendre des participations dans ses partenaires américains de l'alliance Skyteam : Delta et Continental Airlines. ■



Air France-KLM se dit prêt à entrer au capital de ses partenaires américains de l'alliance Skyteam.