

Achat ou location: Quelle politique d'acquisition d'avions?

Par M. Gagey & M. Vellay

Le Model Standard vu du LESSOR

Coût de l'avion : 100

Dépreciation : 20 years

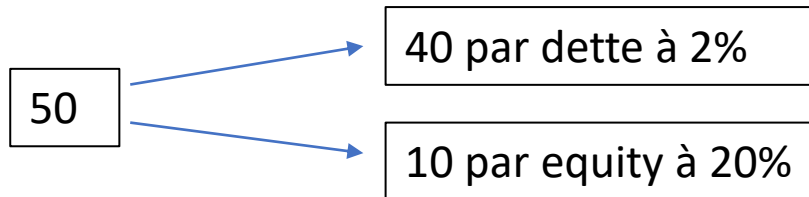
Valeur Résiduelle : 10%

Amortissement : 4,5/y

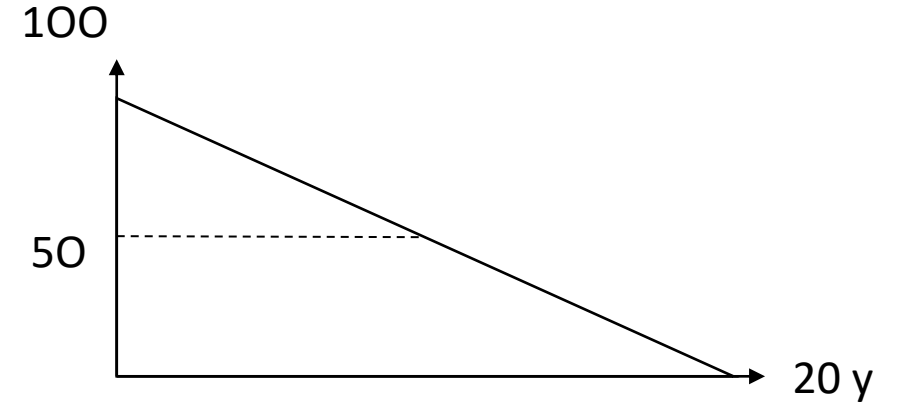
Financement:

10% par equity

90% par dette



Coût total : $4,5 + 0,8 + 2 = 7,3/\text{year}$



Résultat #1 : 0,6/month

Résultat #2 : les intérêts représentent $2,8/7,3 = 38\%$ du loyer

Résultat #3 : la dette moyenne est $50/7,3 = 6,8$ x les loyers

Résultat #4 : le modèle rend assez compte de la réalité

Lesson #1 : Les lessors sont très bien placés dans la chaîne de valeur

Si ils sont bien gérés, ils peuvent dégager de fortes profitabilité

En 2020 : ALC a eu une marge d'EBITDA de 33%

Boeing Capital une marge d'EBITDA de 14%

Lesson #2: Ils peuvent améliorer leur performance à travers:

- La gestion contractuelle des réserves de maintenance
- Par la bonne connaissance des valeurs résiduelles
- Une bonne connaissance de l'analyse crédit

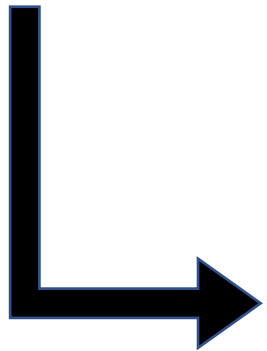
Le prix d'achat de l'avion n'est pas forcément à l'avantage des lessors, du fait du comportement des constructeurs

Lesson #3 : Un secteur en concentration/déconcentration

Fusion en novembre 2021 Aercap + GECAS
>1000 a/c >1000a/c
>20b\$ >20b\$

Mais développement de petits acteurs
avec des expertises fragiles mais très agressives

<100a/c
<1b\$



« Les aventures du Docteur Peters »

Lesson #4 : Une simplification du choix avion

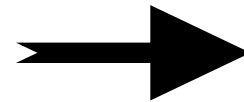
Appareils neufs : 350/787/330

Appareils anciens : 340/380/350/787/300/...

Le Coût de la pleine propriété

Amortissement : 4,5/y

Coût du financement : $50 \times 3\% = 1,5/y$



6/y versus 7,3/y

a) Votre coût de financement

b) La rentabilité exigée des actionnaires du Lessor

c) Le coût d'achat de l'avion

Le Coût de la flexibilité

La location est plus chère que la pleine propriété

$$7,3 - 6 = 1,3/y$$

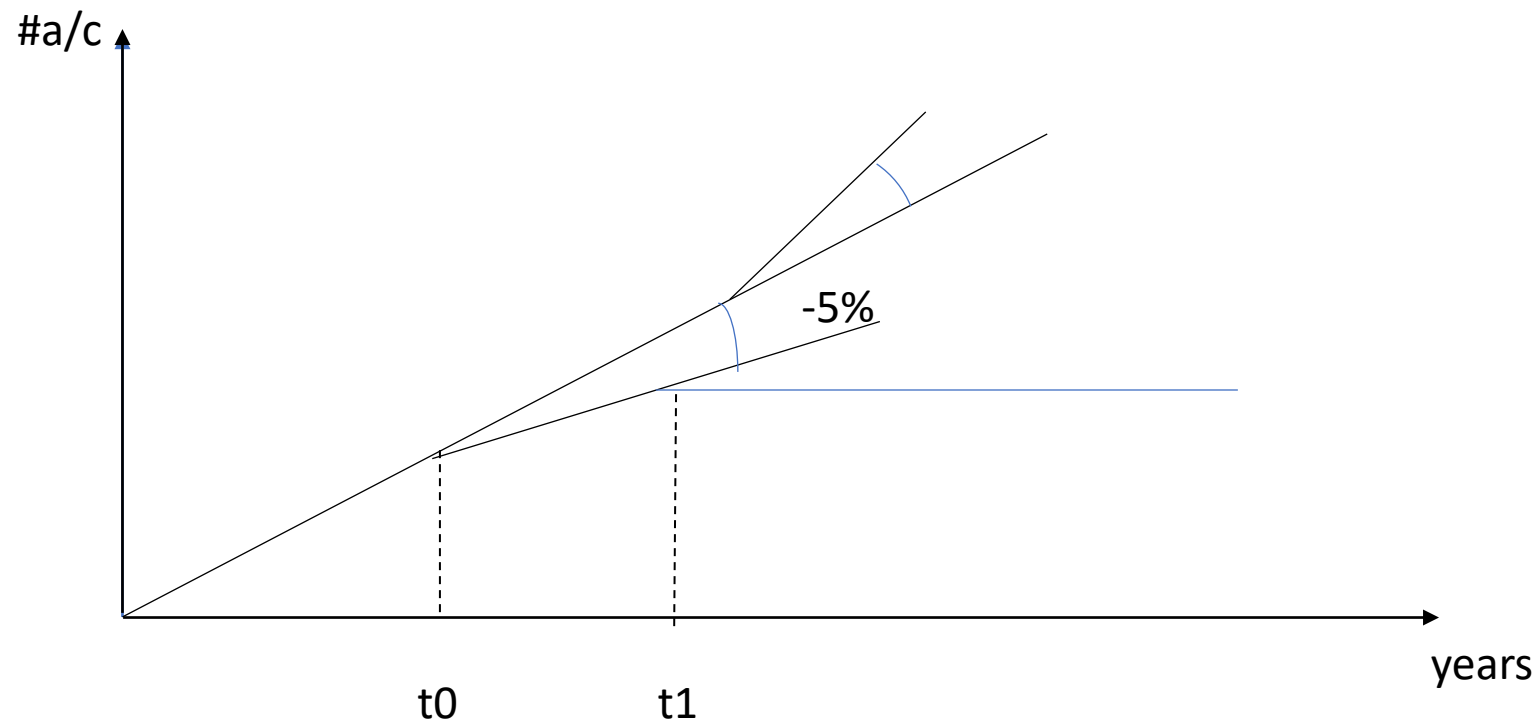
Mais un avion peu, mal utilisé ou utilisé à perte coûte $6/y$ soit environ 5 années de surcoût de la location.

THEOREME DE GAGEY-VELLAY

Avoir 30% uniformément réparti de la flotte opérationnelle procure une flexibilité de 5%

5% correspond à peu près au besoin d'ajustement suite à une crise moyenne

30%/6 durée de base=5%



LES REGLES D'OR POUR CONSIDERER UNE LOCATION

#1 Votre accès au marché de la dette est votre coût de financement rendent difficile la pleine propriété

$$50 \times i_{\text{you}} < \text{ou} > 40 \times i_{\text{Lessor}} + 10 \times p_{\text{Lessor}}$$

#2 Des possibilités avions dans le marché:

Comportement opportuniste du lessor dans ses achats avions

Contrebalance par le comportement des constructeurs qui souhaitent garder le lien avec les airlines

#3 Règle de la flexibilité

Exemple AF, par cœur de flotte:

B777 49/117 = 42% en 2018 en accord avec la règle

B777 36/97 = 37% en 2020 en accord avec la règle

A320 57/115 = 49% en 2018 en accord avec la règle

A320 74/115 = 64% en 2020 en excès du fait d'une transition de flotte

#4 Avions nouveaux « risqués

AF 380:50% en LO

#5 « Avions bridges »

A330/300 KLM = 100% de LO, en attendant le 787

Quelques conclusions

La location offre des avantages indéniables :

- Terme assez court
- Pas de PàP
- Pas au bilan (voir plus loin)
- Disponibilité plus courte en général

Et des pièges:

- Des équipes très qualifiées en face de vous
- Des négociations parfois brumeuses
- Des partenaires âpres aux gains

LA QUESTION DU TRAITEMENT COMPTABLE

Avant IFRS 16

Loyers en charges, impactant l'EBITDA

Loyers futurs dans un tableau annexe

Pas d'impact sur la dette

Mais une dette ajustée : dette financière + 7 x LO

Et parfois un EBITDA ajusté: $EBITDA + 0,33 \times LO$

Reseau 100

Loyers -50

EBITDA 50

EBITDA ajusté 66

L'Origine d'IFRS 16

Location de voiture

Pas de prise en charge des

engagements de long termes

Plateforme et outillage pétrolier

→ Dette au passif – Somme actualisée au loyers après extraction des intérêts

→ Droit d'usage à l'actif – Somme actualisée au loyer après extraction des intérêts

<u>Après</u> P/L
Revenu 100
Loyers 0
EBITDA 100
Dépréciation 35
Intérêts 15
Résultats 50

<u>Avant</u> P/L
100
50
50
0
0
50

BILAN	
DU	DETTE

Actif ↗
 Dette Passif ↗
 EBITDA ↗
 RESULTAT →
 Free cash ↗

Recommandations

- a) Tant que vous n'êtes pas IFRS, appliquez la règle des 7 x LO, quand vous parlez à vos actionnaires

- b) Ne poussez pas vos GAAP à imiter IFRS16