

Séminaire ATAF

5 Décembre 2023 - Montreuil

Objectifs du Séminaire

- Partir de la lecture des comptes de trois compagnies aériennes (Air France-KLM, Lufthansa, Air Côte d'Ivoire) pour identifier les enjeux économiques spécifiques de notre secteur
 - Echanger entre collègues - tous issus de l'aérien – pour partager nos expériences et nos interrogations, et améliorer notre compréhension des enjeux financiers de notre industrie et de nos compagnies
 - S'appuyer sur l'expérience de deux « seniors* » et de la société Maureva, spécialiste sur les aspects contrôle des coûts et optimisation de la recette dans l'aérien
- * ce qui ne veut pas dire qu'ils sont meilleur, mais plutôt – vu leur âge - qu'ils ont déjà fait beaucoup d'erreurs*

Air France - KLM Exercice 2019

- Le coût du pétrole (5.5 Mds, soit 20% du chiffre d'affaires) et les frais de personnel (8.1 Mds, soit 30% du chiffre d'affaires) sont les postes de coût les plus importants
- Les amortissements (3 Mds) (calculés chez Air France – KLM dans le référentiel IFRS16) sont le troisième poste de dépense du même ordre de grandeur que les achats et consommation d'entretien aéronautiques (2,3 Mds). Ils représentent 11% du chiffre d'affaires
- Des postes de coûts (très) variables viennent ensuite : redevances aéronautiques, assistance en escales, frais commerciaux et de distribution, commissariat et autres frais, qui sont tous de l'ordre de 1 Md

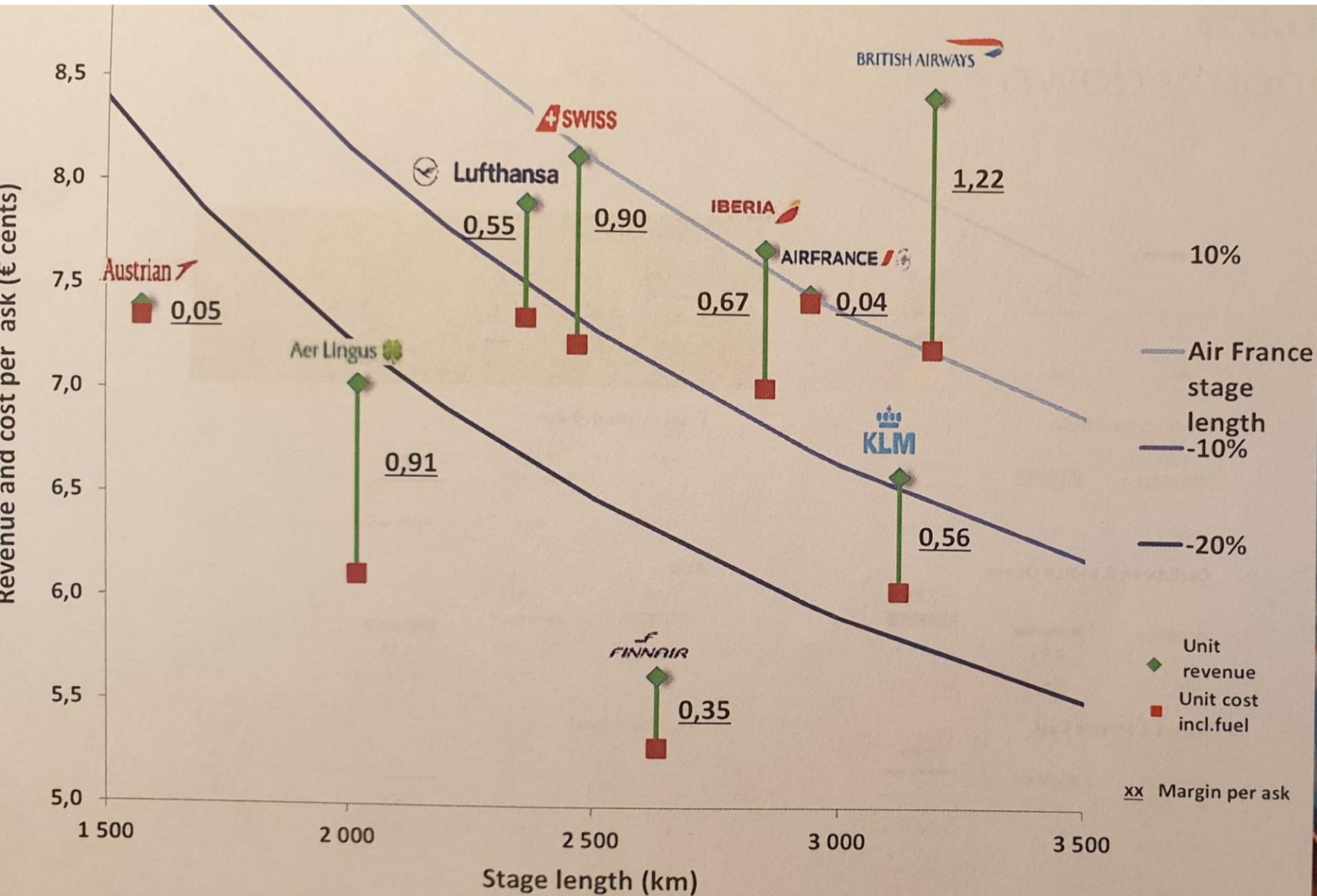
Lufthansa 2019

- Une dépense de fuel de 6.7 Mds soit 18% du chiffre d'affaires de 36.4 Mds. Les charges de personnels sont à 25% du chiffre d'affaires, ces deux dépenses sont les plus importantes
- Les amortissements sont à 2.78 Mds ; ils représentent 7.6% du chiffre d'affaires

Passons maintenant au cas d'une compagnie aérienne africaine (ACI) sur son plan à trois ans :

- Le carburant est toujours l'un des postes de coût les plus importants : 51 Mds de FCFA pour un revenu de 165 Mds soit 30% du chiffre d'affaires, suivi des amortissements aéronefs et provisions qui représentent 15.7 Mds soit 9.5% du chiffre d'affaires. La masse salariale - qui ne figure pas dans le tableau - est de l'ordre de 7,4 Mds. On est donc loin des 25%-30% observés pour Air France KLM et Lufthansa
- On trouve plus loin, maintenance, handling et frais généraux
- On observe que les amortissements et provisions représentent 9,5% du chiffre d'affaires chez Air Côte d'Ivoire, un chiffre assez proche de ceux d'Air France KLM 9% et de Lufthansa 8%

De l'importance des coûts unitaires et... de la recette



Premiers enseignements de cette analyse générale du compte d'exploitation

- La nomenclature des postes retenue pour la présentation des comptes est un **acte de management** très important
 - Il faut faire apparaître ce qui est important et ce qui est gérable
 - Les explications des variations de chaque poste est un outil politique pour la DF, de même que le benchmark
 - Le contrôle de gestion doit savoir raconter une «histoire»
 - Adapter votre discours à vos interlocuteurs
 - La direction financière garante de cette présentation a **un rôle crucial**
- **Similitudes et différences** : Fuel 20%, 18%, 30% ; amortissements 11%, 8%, 10%, frais de personnel 30%, 25%, 6%
- Une estimation de la part des coûts variables : AFKLM : 50%; LH : 42%

Différence d'impact des frais de personnels

- C'est une question bien connue - liée à des marchés du travail très différents - qui suggère **que la substitution capital /travail peut être abordée de manière différente selon les environnements économiques et le marché du travail**
- **Sur un marché donné, les coûts salariaux restent des déterminants importants de compétitivité coût (coûts PN notamment)**
- **Problématique du marché du travail de l'aérien PS, PNT, PNC**
- **Les déterminants de la masse salariale et le suivi des indicateurs de masse salariale sont dans les compagnies aériennes toujours insatisfaisants et insuffisamment expliqués**
- **Je recommande aux contrôleurs de gestion de porter une attention toute particulière à ce sujet et de favoriser d'abord les indicateurs les plus simples pour aller en suite aux plus compliqués**

L'optimisation des « autres coûts »

- Attention à la nomenclature « autres coûts » elle ne doit pas servir à dissimuler des coûts importants sur lesquels on a perdu le contrôle, elle doit au contraire aider les équipes contrôle à optimiser leurs efforts
- Handling, catering, frais de GDS, commissions commerciales sont des coûts variables importants, pour lesquels la maîtrise des processus logistiques et le savoir-faire de la politique d'achats sont les facteurs déterminants :
 - **La gestion des processus logistiques est du ressort des équipes managériales qui peuvent optimiser ceux-ci en pensant : simplicité/80-20/refonte des procédures/BBZ.**
 - **Pour la politique d'optimisation de la dépense et des achats le recours à des conseils externes est bien sûr une option (cf. les approches développées par la société Maureva).**

Une question impossible : les budgets informatiques

- Après 27 budgets informatiques toujours cette frustration de manque de maîtrise
- Il y a de très mauvaises raisons venant des fournisseurs et qui sont inéluctables
- Eviter de gérer plusieurs mega-projets à la fois
- Privilégier les projets de petite taille
- Le benchmark est important
- Etre sensibilisé à la question de la cyber sécurité
- Toujours garder à l'esprit que le budget du projet sera toujours dépassé d'au moins 30% et sa durée de 25%

*Deux questions très techniques portant sur 30% des coûts :
amortissements (gestion des capacités) et dépense carburant*

Traiter la question des amortissements et du coût du fuel s'est résoudre 30% de la question des coûts

Deux éléments stratégiques sous-jacents :

- quelle politique de hedging ?
- quelles capacités (amorties ou louées) ?

S'agissant du hedging qui mériterait un séminaire à lui tout seul, on va retenir quelques règles d'or :

- Ne pas confondre couverture et spéculation : si on travaille bien on perd un jour ce qu'on gagne
- Ne penser jamais battre le marché
- Deux outils suffisent : cashless collars et pure swap
- La comptabilisation des opérations de hedging est très complexe
- Attention aux contreparties et au danger du « margin call »
- Un projet d'au moins 9 mois



Des aides à la décision pour définir les bonnes capacités

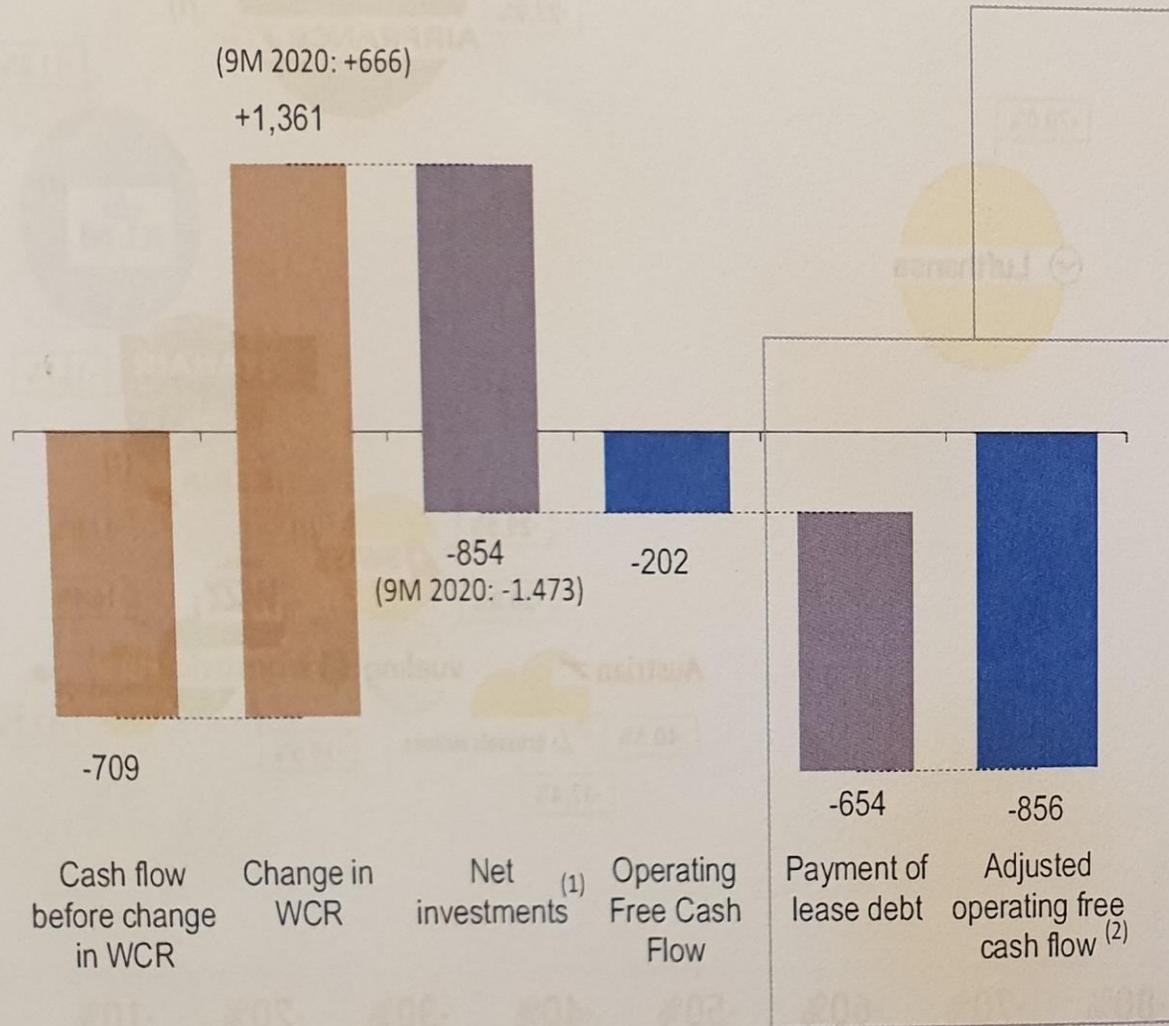
- Toujours une pression d'en faire plus, de croître plus vite, parfois sans prendre assez en compte les données financières. Le rôle modérateur de la direction financière est dans ce domaine très important
- Traiter la question des capacités optimales vous demande au minimum quatre outils
 - **Un modèle d'économie des lignes simple et fiable**
 - **La présentation de votre réseau sous la forme de la courbe cumul des sièges kilomètres offerts/cumul d'excédent brut d'exploitation (le cas Air France KLM)**
 - **Un plan financier à trois et à cinq ans (et 10 ans ????)**
 - **Une analyse au niveau micro régulière avec finance/programme/commercial**

Pour ou contre IFRS16 ?

- Une différence importante entre les trois présentations est la définition de l'EBITDA et de l'EBIT selon que l'on applique IFRS16 (cas d'Air France - KLM) ou que l'on publie les comptes en Local Gaap.
- IFRS16 demande de cumuler la dette de loyers sous forme d'un passif non courant au bilan, qui est équilibré par l'introduction à l'actif d'un droit d'usage (*la solution antérieure résidant dans des tableaux annexes, avec un proxy de la dette de loyers égale à 7 fois leur montant annuel*)
- **IFRS 16 a complexifié l'analyse du cash-flow, en assimilant les loyers à un amortissement d'actif, plutôt qu'à une sortie de cash, et à un remboursement de dette.** En introduisant cette confusion entre loyer et endettement, donc entre location et pleine propriété, IFRS16 tend à brouiller le concept de politique optimale entre location et pleine propriété.

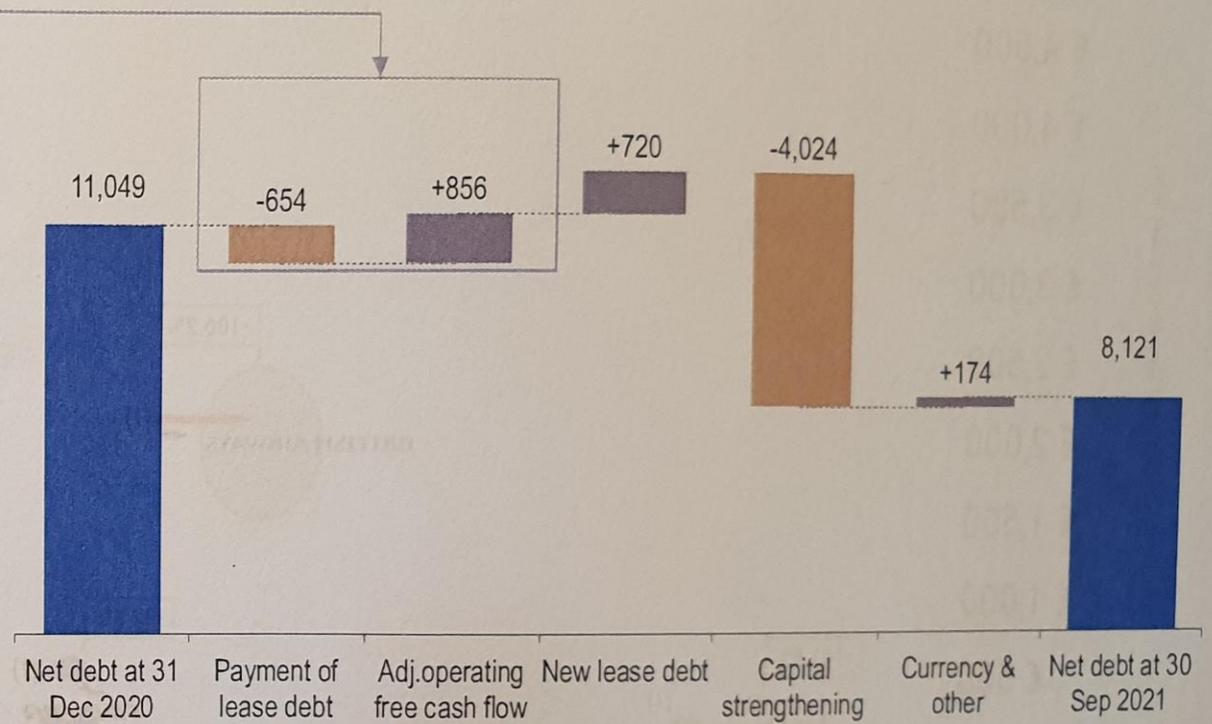
9M 2021 Free cash flow evolution

In € m



Net debt

In € m



Comment traiter les loyers si vous n'êtes pas en IFRS16 ?

- Si vous n'avez pas adopté IFRS16 comment aborder la question des loyers opérationnels :
 - Comptablement a) ils sont en charge au compte d'exploitation b) n'apparaissent pas au bilan
 - Il est important de faire comprendre au Comex que ces loyers sont un équivalent dette et on peut pour cela utiliser les retraitements qu'utilisaient les analystes financiers avant IFRS16 :
 - Dette ajustée = dette financière + 7 fois le montant des loyers annuels
 - Intérêts ajustés = intérêts payés + 1/3 des loyers annuels

Démonstration.....

Louer ou acheter ? : le modèle standard vu du lessor

- Un coût de l'avion de 100, déprécié sur 20 ans avec valeur résiduelle de 10%, implique des amortissements de 4,5 par année
- Si la dette moyenne – 50 sur la vie de l'avion – est financée pour 80% par dette bancaire à 2% d'intérêts et de l'equity à 20% de rémunération, le coût annuel de l'avion pour le lessor est :
 $4,5 + 40 * 2\% + 10 * 20\% = 7,3$
- Le loyer mensuel est 0,6, soit 0,6% du coût de l'avion (lease factor)
- Les intérêts représentent 38% du loyer (rule of thumb says 33%)
- La dette associée moyenne est de $(50 / 7,3 =)$ 6,8 fois le loyer annuel

Le coût pour l'airline de la pleine propriété

- Amortissement : 4,5 par an
- Coût de financement : $50 * 3\% = 1,5$ par an
- 6 par an pour la pleine propriété versus 7,3 pour la location
- Les composantes de l'écart de coût :
 - Votre coût de financement
 - La rentabilité exigé par le lessor
 - Le coût d'achat du lessor (pas forcément à son avantage)

Mais le coût d'un avion pas utilisé sur un an représente correspond à 5 années de surcoût de la location

Théorème de Gagey-Vellay

- Sur une flotte homogène avoir 30% de la flotte en location opérationnelle fournit une flexibilité à la baisse de 5% par an (30/6, 6 étant une durée standard es lease), ce qui correspond à ajustement efficace en cas de crise
- Les exceptions :
 - Avion bridge (cas des A330 chez KLM)
 - Avion incertain (cas des A380 chez AF)
- **Dernière règle : attention aux contreparties (lessors) toujours agressifs et anglophones**



Le coût de l'endettement financier net

- En termes d'analyse, ce poste est assez simple puisque pour l'essentiel il traduit le coût des intérêts versés moins les intérêts reçus sur les placements
- Mais ce poste amène à se poser la question du financement optimal d'une compagnie aérienne.

La question du mode de financement optimal (et théorique) d'une compagnie aérienne.

- Le schéma théorique :
 - Les billets vendus (longtemps) avant le vol crée un besoin en fond de roulement négatif, on obtient du cash avant les dépenses (voir l'impact Covid sur le besoin en fond de roulement des grands groupes aériens en 2020 et 2021)
 - Les investissements avions se financent (assez !) facilement car ils permettent de proposer un collatéral au prêteur
 - Le schéma idéal devrait être le suivant : à sa création la compagnie reçoit une mise de fond de ses actionnaires par augmentation de capital, ensuite elle bénéficie de l'effet besoin en fond de roulement négatif, et ensuite « normalement » son cash operating permet de financer le renouvellement de son capital (soit les amortissements), et pour la croissance elle finance sa flotte par des financements collatéralisés et/ou des leases opérationnels
 - Evidemment, ce schéma idéal est loin de réalité...

C'est toujours la rentabilité qui va définir le potentiel de croissance de la compagnie aérienne

- Quelques ordres de grandeur :
 - L'actif non courant est égal à 81%, 86%, 91% du chiffre d'affaires pour resp AF-KLM, Lufthansa, Air Côte d'Ivoire*. Ce résultat dépend des secteurs. Dans l'aérien l'ordre de grandeur rend compte du côté capitalistique de cette industrie
 - D'ailleurs ce calcul marche aussi pour l'estimation d'un proxy du CA d'une ligne
 - Les amortissements représentent 10%, 7%, 8% du chiffre d'affaires et 13%, 8%, 8.5% de l'actif non courant, soit une dépréciation implicite sur 8 ; 12 ; 11,5 ans.
 - Avec une marge d'Ebitda de $(d+r) \cdot (K/CA)$, où d est le taux de dépréciation (9.8% en moyenne sur nos trois exemples), r le taux d'intérêt sur la dette, et K/CA le ratio capital/chiffre d'affaires (86% en moyenne sur nos trois exemples), l'Ebitda est alors de $(d+r)K$, un niveau de cash qui permet de payer les intérêts et de financer le remplacement du capital amorti sur l'exercice. En théorie financière, le terme $(d+r)$ est appelé le coût d'usage du capital.

** Pour ACI a été pris l'actif non courant hors PDP qui correspondent à un actif qui ne produit pas encore de chiffre d'affaires*

Estimation théorique d'une marge d'Ebitda stabilisant la trajectoire financière de l'airline

- Application numérique : $0,86 * (9.8\% + 4\%) = 12\%$, cette marge d'Ebitda – égale au coût du capital, modulé par le ratio K/CA - permet en moyenne sur les trois exemples étudiés de définir une trajectoire financière stable : la capacité d'autofinancement permet de remplacer le capital amorti sans recours à la dette et de payer les intérêts sur la dette perpétuelle.
- *N.B : on n'a pas introduit dans le calcul d'effet fond de roulement, ce qui n'est pas grave quand on considère un état stable c.f plus bas*
- *La marge d'Ebitda à 12% stabilise un état donné (i.e une capacité),. Pour aller plus loin et croître il faudra une marge supérieure à 12%, ou être sûr que le nouvel investissement sortira un taux de marge de 12%*
- Marges d'EBITDA : AF-KLM : 15% en 2019, 16% en 2018, LH : 12.2% en 2019, 14% en 2018, EasyJet 15% en 2019, 14% en 2023, UAL 11% en 2022, **SAS 5% en 2019, 8% en 2018**

AF-KLM: balance sheet 2019

- A l'actif : immobilisations aéronautiques, droit d'utilisation et autres immobilisations corporelles représentent 59% de l'actif
- Les créances clients et autres débiteurs 38% de l'actif courant
- Au passif : dettes fournisseurs 2.3Mds, titres de transport non utilisés 3,3Mds, programme de fidélisation sont les principaux éléments
- Deux enseignements « clé » du bilan :
 - Evaluer la contribution du BFR
 - Calculer le ratio phare des agences de rating : dette nette ajustée / Ebitda

Lufthansa balance sheet 2019

- 2019 est l'année de transition vers IFRS16
- A l'actif : immobilisations aéronautiques, pièces détachées et spares et autres équipements représentent 58% de l'actif
- L'effet d'IFRS16 sur l'actif non courant est estimé par LH à 2,3 Mds soit 9% du poste immobilisations aéronautiques (cf. fiche Lufthansa)
- Au passif : liabilities from unused flight tickets 4 Mds

Une estimation proxy du BFR

- AF KLM Passif : titres de transport émis et non utilisés : 3,3 Mds (10% CA)
- (AF KLM Actif : créances clients (airlines plus network) : 1,4 Md)

- LH Passif : liabilities from unused flights documents : 4Mds (11% CA)

- ACI Passif : billets émis non utilisés : 5 Mds (4% du CA)

- *Un cas d'école : la gestion du BFR à travers le remboursement des billets non utilisés pendant la crise Covid*

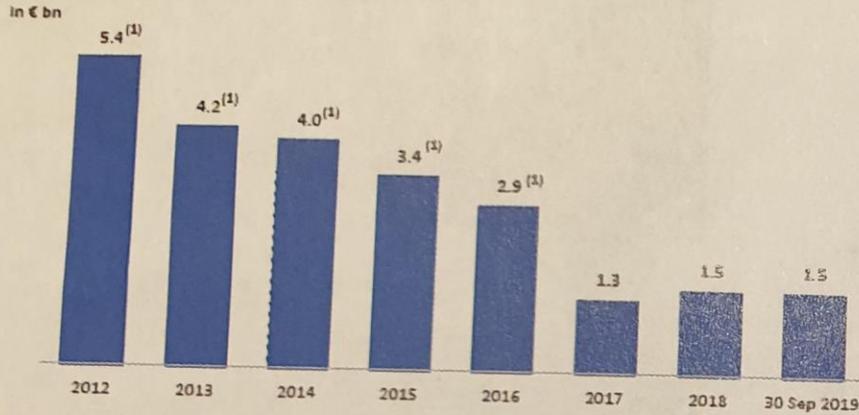
Autre leçon du bilan : juger de l'endettement d'une compagnie ?

- Faut-il avoir un rating ?
- Le ratio magique des agences de rating
- Le ratio « adjusted net dette / Ebitda » est compatible BBB si il est inférieur à 1,5-2
- Pour une entreprise stabilisée on a alors $D/Ebitda = D/(K*(r+d))$, soit un ratio D/K inférieur à 0,30. AF-KLM : 0,34 LH : 0,21 (Pour ACI bien faire le calcul en dette ajustée donc y compris 7 fois les loyers opérationnels)



Net Debt & EBITDA

Net Debt/EBITDA trailing 12 months Air France KLM



(1) Pre-IFRS16 restatement as per 2017, Adjusted Net Debt/EBITDAR, with Adjusted net debt = Net Debt + 7 times yearly operating lease costs

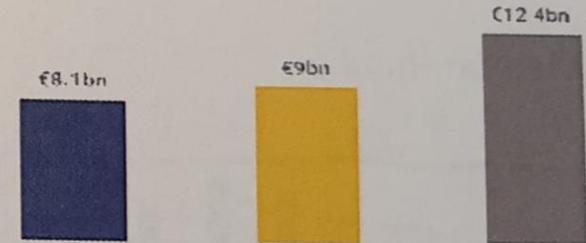
Net Debt / EBITDA

- An important KPI in order to show the **company's capability to reimburse debt**
- Rating Agencies will usually only rate company's bonds as **investment grade if the Net debt/EBITDA ratio is below three**
- Medium term guidance **AF-KLM: Net debt / EBITDA** circa 3x in 2023 to be lowered to circa 2x after the **expected second step of recapitalization**

Net Debt & EBITDA Air France KLM



Net Debt
As per Sep 2021



EBITDA
Q3 2021



Le ratio D/K renvoie au ratio de gearing rapport de la dette à l'équity

- D/K inférieur à 0,3 implique que D plus petit que 30% de l'actif non courant. Donc l'actif courant a été financé par 30% de dette et 70% par equity
- Soit un ratio dette sur equity de $30/70=42\%$
- Calculons les gearing d'AF-KLM et Lufthansa..... Pour Lufthansa il est de 0,67; pour AF KLM il est de 3
- Essayons de le calculer pour ACI....
- Qu'en déduire pour nos airlines :
 - La marge d'Ebitda et sa comparaison à r+d est cruciale pour juger de la rentabilité de nos choix de capacités notamment
 - Le ratio des agences de rating donne une information facile à trouver sur le sentiment que les prêteurs auront sur nous
 - Il est lié au gearing (ratio de leverage) qui donne une information sur la structure du bilan

Comment utiliser le informations précédentes ?

- Les éléments précédents sont en fait des concepts complexes
- Ils ont l'avantage d'être a) très faciles à calculer b) utilisés par beaucoup des acteurs de la finances c) donc assez aisés à partager avec vos Comex.
- Sommes nous assez rentables ? Ebitda comparé à dépréciation et intérêts
- Pas trop fragiles ? : gearing plus grand que 50%-75%
- Que pensent les prêteurs de nous : Dette/Ebitda largement supérieur à 2
- Ces trois indicateurs sont donc des outils entre les mains des financiers pour partager leur point de vue et y faire adhérer les stakeholders

Le tableau des flux de trésorerie

- Une remarque méthodologique : en général dans l'aérien il part du résultat net, ce qui n'est pas la règle dans tous les secteurs (*la raison est l'importance des amortissements dans un industrie très capitalistique*)
- *C'est le tableau à montrer en premier au top management, il est votre meilleur allié à vous direction financière, en explicitant les raisons (bonnes ou mauvaises) du niveau (élevé ou faible) du cash (et vis versa.....)*
- *Il est l'occasion d'évoquer le BFR que peu de personnes comprennent*
- *Il peut faire aisément l'objet de présentation sous forme de graphiques très convainquant (voir supra)*