



Aan de huidige opmars van Air France-KLM op de beurs ging een veel hardere klap vooraf.

Foto: Jan Boeve/HH

Beursuitblinker Air France-KLM ligt nog achter op de concurrentie

Analisten verwachten dat de luchtvaartcombinatie voorlopig op huidige koers blijft

Joris Kooiman
Amsterdam

Het is een indrukwekkende opmars. Won het aandeel Air France-KLM vorig jaar al 70%, in de eerste maanden van 2013 is het luchtvaartfonds de absolute uitblinker op het Damrak (en in Parijs) met een plus van liefst 23,6%.

Daarmee lijkt de markt de Frans-Nederlandse luchtvaartcombinatie in de armen te hebben gesloten. Dat is opmerkelijk voor een bedrijf dat morgen naar verwachting voor het derde jaar op rij een miljoenenverlies rapporteert. In 2011 ging Air France-KLM nog voor €800 mln in het rood.

Er is dan ook eerder sprake van een herstelrally dan van euforie. Aan de opmars ging een nog veel hardere klap vooraf. Wie begin 2011 in Air France-KLM stapte, kampt nog steeds met een verlies op zijn belegging van ruim 40%.

Het sentiment kantelde afgelopen zomer, toen bestuursvoorzitter van Air France Alexandre de Juniac bekendmaakte dat bij de Franse tak ruim 5000 banen verdwijnen. De mededeling schiep vertrouwen in de markt, die tot dat moment uiterst sceptisch was over de wil en het vermogen van de Fransen om pijnlijke bezuinigingsmaatregelen te nemen.

De inkrimping van het perso-

neelsbestand is een van de gevoeligste delen van 'Transform 2015', een structureel besparingsplan van zo'n €2 mrd dat Air France-KLM weer winstgevend moet maken. Ook de succesvolle plaatsing van een obligatie van €500 mln was goed voor het vertrouwen. Daarmee nam het herfinancieringsrisico af voor het bedrijf dat een nettoschuld torst zo'n €5,5 mrd.

De vraag is waar de rally eindigt. Het analistengilde is verdeeld, met 11 koopadviezen, 16 holdadviezen en 7 verkoopadviezen. Het gemiddelde koersdoel ligt iets onder de huidige koers.

Analisten baseren hun berekeningen onder meer op de marktwaarde-boekwaarderatio (price-to-book). Dat is een maatstaf die vooral wordt gebruikt om industriële fondsen te waarderen, fondsen die veel materiële activa hebben in de vorm van bijvoorbeeld gebouwen, schepen of, in het geval van luchtvaartmaatschappijen, vliegtuigen. De price-to-book is de prijs van een aandeel gedeeld door het eigen vermogen per aandeel.

Air France-KLM heeft een lagere 'price-to-book' dan de concurrentie, maar heeft wel meer schuld

Samenwerking Etihad

- Vanaf mei gaat KLM samenwerken met Etihad uit de Verenigde Arabische Emiraten
- Dagelijks zullen de maatschappijen twee vluchten doen tussen Amsterdam en Abu Dhabi
- Dankzij de verbinding kan KLM de reiziger meer vluchten richting Azië, India en Australië aanbieden

Voor Air France-KLM gaf dat sommetje voor de aankondiging van de reorganisatie in augustus 0,25 als uitkomst, wat in de praktijk betekent dat beleggers een kwartje betaalden voor iedere euro boekwaarde op de balans. Dat is intussen opgelopen tot €0,50.

Een verdubbeling dus, maar daarmee wordt Air France-KLM nog steeds lager gewaardeerd dan zijn belangrijkste concurrenten Lufthansa en IAG, het moederbedrijf van British Airways (BA) en Iberia. Die handelen op een price-to-book van rond de 0,8. Air France-KLM draagt dan ook fors meer schuld, maar volgens consultant in de luchtvaartindustrie

John Strickland ligt de Frans-Nederlandse groep ook achter op zijn Europese tegenstrevers als het gaat om oplossingen voor de structurele problemen waar alle drie de 'flag carriers' mee kampen.

Zowel Air France-KLM als Lufthansa en British Airways worstelen met hoge kosten voor brandstof en salarissen. Op hun thuismarkt worden zij lachend ingehaald door prijsvechters als Ryanair en EasyJet, die geen intercontinentaal netwerk met bijbehorend groot materieel hoeven te onderhouden. De prijsvechters kennen vaak minder royale arbeidsvoorwaarden en rusttijden dan de traditionele spelers.

Op de Europese markt zijn de grotere maatschappijen verliesgevend, want vliegen is dankzij EasyJet en Ryanair goedkoper geworden. Maar ze moeten de concurrentie in Europa wel aan, want daarmee voeden ze weer de intercontinentale bestemmingen.

Strickland: 'Het antwoord van Lufthansa op de prijsvechters is Germanwings, dat vanaf

deze zomer alle kortereafstandsbestemmingen buiten de 'hubs' zal doen. De Duitse ambitie is om zo ook op de korte afstanden winstgevend te worden'. Het antwoord van Air France-KLM is Hop, een vlag waaronder het bedrijf onlangs drie Franse dochters heeft samengebracht. 'Dat brengt een bescheiden besparing, maar je lost het probleem niet op met een nieuwe naam', aldus Strickland. 'De maatschappijen zijn niet echt geïntegreerd.'

'Op het gebied van pijnlijke miljardenbezuinigingen moet Air France-KLM zich bovendien nog bewijzen', zegt een analist van een grote internationale zakenbank. 'De ontslagronde was belangrijk, maar Transform 2015 is nog niet voltooid. En de Franse top kan niet bogen op een zelfde trackrecord als het management van IAG'.

Hij doelt op topman Willie Walsh, die de impopulaire maar succesvolle sanering van BA op zijn cv heeft staan. Walsh toont zich nu vastbesloten om Iberia, dat €1,7 mln per jaar verbrandt, fors te reorganiseren. De kans lijkt nihil dat hij wijkt voor de Spaanse vakbonden waarmee hij sinds vorige week ernstig overhoop ligt. 'Wie stopt mij', vroeg hij zich eerder hardop af. 'De laatste keer dat ik mijn moeder om toestemming vroeg, is lang geleden'.

Op de Europese markt zijn de grote luchtvaartmaatschappijen verlieslatend

