

TOURISME-TRANSPORTS

Air France-KLM Le gouvernement néerlandais crée la surprise en prenant une participation de 14 %

Mardi matin, les marchés financiers ont découvert avec étonnement que le gouvernement des Pays-Bas avait pris une participation dans le capital d'Air France-KLM de 12,68 %. Jeudi matin, il était annoncé que cette participation avait été portée à 14 %, c'est-à-dire quasiment au même niveau que celle de l'Etat français, de 14,3 %. Alors que le gouvernement fran-

çais n'a été informé qu'une heure avant l'annonce de mercredi, la seconde annonce du lendemain a braqué Bercy, qui a jugé que cette initiative néerlandaise était inamicale et contraire aux intérêts de la compagnie. Il est encore difficile d'imaginer quelle sera la réponse apportée par la France et le groupe, mais il est très probable que la gouvernance va évoluer tout comme le

plan stratégique de Ben Smith, son patron opérationnel.

UNE RÉACTION NATIONALISTE AU CŒUR DE L'EUROPE

Quoi qu'il en soit, cette opération – surprenante de la part d'un pays très libéral – a un but nationaliste : protéger les intérêts de la filiale KLM, rachetée à 100 % par Air France en 2003, afin de la redres-

ser. C'est désormais chose faite, puisque KLM a enregistré une marge opérationnelle de 9,8 % en 2018 – contre 1,7 % pour Air France et 4 % sans l'impact de la grève du premier semestre 2018 – et a contribué à hauteur de 80 % au bénéfice opérationnel de l'ensemble du groupe. Ironie de l'histoire, le gouvernement néerlandais souhaite aussi et surtout préserver son aéroport d'Amsterdam, Schiphol, hub de KLM, à un moment où le gouvernement français envisage de privatiser Groupe ADP, hub d'Air France.

Du côté français, il est mis en avant que KLM a été le principal bénéficiaire du mariage des deux sociétés, alors que les Néerlandais estiment aujourd'hui que KLM n'a pas à supporter le poids du nouveau plan stratégique. On assiste, peut-être là, à un schéma un peu identique à celui de Renault-Nissan. Cette dernière, après avoir été sauvée par le groupe automobile français, souhaite, maintenant qu'elle est redressée, recouvrer son indépendance, comme l'ont illustré

les mésaventures de Carlos Ghosn, toujours en prison au Japon. Sauf que pour Air France-KLM, cette bataille d'influence a lieu au cœur de l'Europe.

UNE ESCALADE POURRA-T-ELLE ÊTRE ÉVITÉE ?

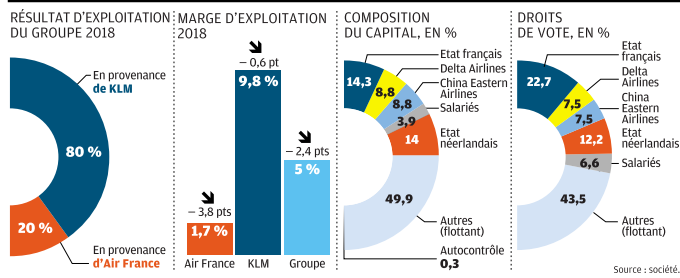
Pour l'instant, l'Etat français reste dans une position de force, puisqu'il dispose de droits de vote double, de 22,7 % au total, alors que ceux des Pays-Bas sont de l'ordre de 12,2 %. Mais, pour autant, une

telle tension ne peut pas durer sans être nuisible aux deux sociétés. Cette intervention néerlandaise a été déclenchée juste après le bras de fer entre Ben Smith, nouveau directeur général d'Air France-KLM, et Pieter Elbers, patron opérationnel de KLM, qui a failli être limogé avant d'être confirmé dans son poste, et même promu au sein du groupe. Affaire à suivre. —J.-L.M.

NOTRE CONSEIL

ACHETER À TITRE SPÉCULATIF : après la baisse de 2,5 % des derniers jours, l'action, faiblement valorisée, est encore plus attrayante, à condition de ne pas assister à une guerre fratricide. **Objectif : 13,50 € (AF)**. Prochain rendez-vous : le 8 mars, trafic du mois de février.

L'Etat néerlandais s'invite dans le tour de table



CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION		PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE	
PERFORMANCE DU TITRE	10,86 €	EVOLUTION DE L'ACTIVITE	1 %
COURS AU 28-2-19	11,04 €	EVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	3 %
VARIATION 52 SEMAINES :	14,50 %	EVOL. 2018 :	3 %
2019 :		BNPA	NS
VOLATILITE	0,8 FOIS	EVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	NS
BÊTA 52 S. :	12,73 € / 6,65 €	EVOL. 2018 :	-65 %
EXTREMES 52 S. :			
CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ		INTÉRÊT BOURSIER	
SOLIDITE DU BILAN		RENDEMENT ESTIMÉ	0
DETTE NETTE / FONDS PROPRES :	263 %	DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ :	0
DERNIER ACTIF NET / ACTION :	5,65 €	RDY 2017 - NUL	RDY 2018 : NUL
CONSENSUS DES ANALYSTES		VALORISATION ESTIMÉE	
A 27 %		PER 2018 :	11,4 FOIS
C 59 %		PER 2019 :	6,6 FOIS
V 14 %			

LAVIS DES GÉRANTS SUR CETTE VALEUR

Divergences sur les implications de l'opération



RÉGIS LEFORT, TALENCE GESTION

Le flottant d'Air France est très large et tout actionnaire a le droit d'augmenter sa participation. En tant qu'investisseur, je ne suis donc pas choqué par cette opération. Ben Smith devra s'adapter à cette nouvelle répartition actionnariale qui ne constitue pas un bouleversement. Ce qui compte, c'est que les fondamentaux de la société soient en nette amélioration. Les résultats se redressent, le conflit avec les pilotes est résolu et, enfin, le titre reste sous-valorisé. La baisse des derniers jours me semble une réaction technique sur le fait accompli – une prise de bénéfices – après le récent beau parcours.



XAVIER DE BUHREN, MIRABAUD AM

Le titre s'était envolé depuis l'été 2018 à la suite de l'arrivée du nouveau directeur général, qui avait réussi à fédérer autour de son projet les syndicats en France. Mais l'aspect politique est revenu sur le devant de la scène, car le gouvernement néerlandais ne veut pas se faire dicter la stratégie pour KLM, branche la plus rentable du groupe. Les velléités de changement de Ben Smith vont donc être limitées. Les investisseurs n'ont pas apprécié ce retour en force des considérations politiques. Cela ne me donne pas envie d'acheter le titre.



RÉGIS AUBERT, FINANCIÈRE ARBEVEL

Nous nous demandions pourquoi le cours avait tant monté après la publication des résultats d'Air France-KLM, les objectifs fixés par Ben Smith étant surtout qualitatifs, et nous n'avons pas eu d'éléments sur l'éventuelle convergence de la marge d'Air France et celle de KLM à 10 %. A posteriori, nous avons compris que l'Etat néerlandais était en partie à l'origine de l'appréciation du cours. La baisse de ces derniers jours n'est donc pas si étonnante. Toutefois, les investisseurs sont peut-être déçus de la présence de deux Etats dans le capital de la société alors qu'il était plutôt attendu un désengagement français.



ÉRIC BLEINES, SWISS LIFE BANQUE PRIVÉE

Le marché a mal réagi à l'annonce de la prise de participation au capital du gouvernement néerlandais, car, avec une nouvelle gouvernance et un environnement social apaisé, on pouvait au contraire espérer une sortie du capital de l'Etat français. Ce scénario est désormais caduc et la gouvernance ne va pas s'améliorer. Au contraire, nous entrons dans une logique de confrontation dans un premier temps, car les Néerlandais voudront avoir un droit de regard sur la direction opérationnelle du groupe. C'est pourquoi je reste à l'écart.

CHIFFRE D'AFFAIRES

41,8 Mds€ +4,4 %

RÉSULTAT D'EXPLOITATION

3,1 Mds€ +4,5 %

RÉSULTAT NET COURANT**

1,7 Md€ +6,0 %

DIVIDENDE***

1,33 € par action

* À données comparables
** Résultat net courant : résultat net (part du Groupe) hors plus ou moins-values de cessions, dépréciations d'actifs, provisions non récurrentes significatives et résultat Sika
*** Montant qui sera proposé à l'Assemblée générale, versé intégralement en espèces



Saint-Gobain a lancé fin 2018 son plan de transformation radicale Transform & Grow. Son objectif prioritaire : renforcer la compétitivité du Groupe et libérer pleinement le potentiel de croissance. Il s'articule autour de deux piliers structuraux : la transformation de l'organisation du Groupe et l'accélération de la rotation de son portefeuille d'actifs. La nouvelle organisation, effective depuis le 1^{er} janvier 2019, s'appuie sur quatre grandes régions : Europe du Sud - Moyen-Orient - Afrique (cette région intègre la France), Europe du Nord, Asie et Amériques ; et sur une entité globale, Solutions de Haute Performance.

Le second volet sur la rotation accélérée, plus agile et créatrice de valeur, du portefeuille d'actifs se déploie également en ligne avec les engagements du Groupe. Ainsi en 2018 ce sont 27 acquisitions enregistrées et un programme de cessions réalisées ou annoncées pour un total de plus de 2,4 milliards d'euros de chiffre d'affaires pour un objectif de 3 milliards d'euros d'ici la fin 2019.

Ce plan de transformation devrait contribuer à une amélioration globale de la marge d'exploitation de plus de 100 points de base d'ici 2021.

SAINT-GOBAIN
2018
RÉSULTATS ANNUELS

Nouvelle progression des résultats opérationnels et accélération stratégique

« Les résultats opérationnels de Saint-Gobain marquent une nouvelle progression en 2018 avec comme prévu une nette amélioration au second semestre, bénéficiant de marchés globalement porteurs, d'une très bonne dynamique des prix de vente et de la résolution des problèmes industriels qui avaient pesé sur le Groupe au premier semestre.

Dans le cadre de l'accélération de la rotation du portefeuille annoncée fin juillet et de la réorganisation présentée fin novembre, le Groupe a engagé un programme de cessions représentant plus de 3 milliards d'euros de chiffre d'affaires d'ici fin 2019, incluant le processus de cession de la Distribution en Allemagne déjà lancé. La nouvelle revue stratégique en cours, qui s'inscrit dans ce plan de transformation, débouchera sur une dynamique additionnelle de cessions et d'acquisitions.

La nouvelle organisation du Groupe se met en place rapidement avec des équipes pleinement engagées pour dégager plus de croissance et de rentabilité. Elle nous conduit à valoriser pays par pays notre positionnement et à concentrer les forces du Groupe en optimisant l'allocation de ses ressources sur ses cœurs de métiers industriels et de distribution avec des positions concurrentielles solides, des synergies fortes et des perspectives de croissance rentable. Nous sommes donc très confiants sur le programme de 250 millions d'euros d'économies additionnelles d'ici 2021.

Pour 2019, dans un contexte de marché qui, malgré des incertitudes, devrait être globalement favorable, nous visons une nouvelle progression du résultat d'exploitation à structure et taux de change comparables.»

Pierre-André de Chalendar
Président-Directeur Général

PROCHAINS RENDEZ-VOUS

25 AVRIL

Publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2019

6 JUIN

Assemblée générale, Palais des Congrès, Paris

RETROUVEZ TOUS NOS RÉSULTATS
sur www.saint-gobain.com

0 800 32 33 33 Service & appel gratuits