



Om de financiële prestaties dichter naar concurrenten te bewegen, zal Smith in eerste instantie proberen de hogere kosten te compenseren door meer duurdere vliegtuigstoelen te verkopen. Dit zal een moeilijke opgave worden, al was het alleen maar omdat Air France-KLM achterloopt als het gaat om bijvoorbeeld wifi en ligstoelen aan boord.

Onmogelijk is het niet, zo verdient concurrent Lufthansa per gevlogen kilometer (zogeneten *passenger yield*) fors meer dan haar

concurrenten, en dus ook meer dan Air France-KLM. Mocht deze moeilijke opgave voor Smith toch niet slagen, dan ligt het voor de hand dat ook hij verder in de kosten zal moeten snijden. Dat zal in Frankrijk dan ongetwijfeld niet zonder slag of stoot worden geaccepteerd.

LAGE WAARDERING DOOR BEPERKTE WAARDECREATIE

De turbulentie waarin Air France-KLM al sinds de fusie verkeert, heeft vanzelfsprekend een forse wissel getrokken op het

rendement. Hoewel Air France-KLM het afgelopen jaar een rendement (ROIC) realiseerde boven de kostenvoet van kapitaal – en dus waarde creëerde (zie Waardecreatie) – lukte dit in het verleden maar zelden. Het blijft dan ook zeer de vraag of Air France-KLM over de gehele cyclus in de luchtvaartsector gemeten, zonder te kunnen profiteren van concurrentievoordelen, in staat zal blijken structureel een ROIC te realiseren boven de kostenvoet. En een onderneming die niet in staat is waarde te creëren op de langere termijn vreet eigenlijk zichzelf op.

Beleggers die nu een aandeel Air France-KLM kopen, betalen daarom slechts 1,9 keer het verwachte bedrijfsresultaat voor afschrijvingen, amortisatie en bruto huurlasten (ebitdar) – tegen 2,5 keer voor het beter presterende Lufthansa en IAG. De lage waardering voor het aandeel weerspiegelt dan ook de voortdurende uitdagingen van Air France-KLM, waarbij het bedrijf voorlopig ook nog flink achterblijft bij concurrenten.



Air France-KLM heeft sinds 2008 geen dividend uitgekeerd. In veel jaren was het concern verlieslatend en gaf het prioriteit aan de aflossing van schulden. Air France-KLM formuleert op dit moment nog geen dividendbeleid in haar jaarverslag. Ook de komende jaren rekent het leeuwendeel van de analisten afgaande op hun taxaties niet op dividend.

AIR FRANCE-KLM BUNGELT NOG ALTIJD ONDERAAN

NAAM	ROIC*	Omzetgroei (5-jaar j/j)	EV/ EBITDAR
RyanAir	28,8%	7,9%	8,1
IAG	16,6%	5,5%	2,6
easyJet	14,4%	6,7%	4,5
Deutsche Lufthansa AG	10,6%	3,4%	2,5
Air France-KLM	9,8%	0,8%	1,9

*definitie jaarverslag bedrijf, bron: Bloomberg, jaarverslagen