

**ETUDE**

## Les compagnies du Golfe améliorent leur handicap

*Le poids croissant des compagnies du Golfe dans les carnets de commandes des aviateurs ainsi que l'accent récemment mis par certaines majors européennes sur l'intensification de la concurrence de ces acteurs nous a conduits à analyser les implications sur notre échantillon de valeurs. En effet, si le Moyen-Orient représente déjà près de 11% du trafic international passager, les compagnies du Golfe ont les moyens de satisfaire leurs ambitions i/ en totalisant 15% du carnet de commandes d'Airbus et 11% du carnet de Boeing avec notamment un rôle crucial sur certains programmes long-courriers avec 45% du carnet de l'A380, 28% du B777 ou encore 16% du B787, ii/ en bénéficiant d'un appui politique et d'investissements importants en infrastructures aéroportuaires et iii/ en disposant de coûts opérationnels compétitifs. Si à moyen terme, Lufthansa et Air France-KLM sont à nos yeux les plus vulnérables, à court terme, nous en concluons que le risque accru de perte de parts de marché des compagnies européennes est limité.*

Valeurs	Reco	Dev.	Cours	Obj. de cours
Air France-KLM	Achat (1)	EUR	11.265	14.50
Aéroports de Paris	Achat (1)	EUR	61.51	66.00
British Airways	Accumuler (2)	GBP	242.9	245.00
EasyJet	Accumuler (2)	GBP	368.3	470.00
Iberia	Alléger (3)	EUR	2.823	2.37
Lufthansa	Accumuler (2)	EUR	13.62	14.00
Ryanair	Accumuler (2)	EUR	3.84	4.50

- **Des gains de part de marché pour les compagnies du Golfe...** : ces dernières années, les compagnies du Golfe ont capturé progressivement des parts de marché sur le long courrier, notamment sur l'Europe qui représente aujourd'hui environ 12% du trafic total des trois principaux opérateurs du Golfe. En 8 ans, la capacité offerte par Emirates s'est accrue (en terme organique) en moyenne de 21.5% par an vs 4.1% pour Lufthansa, 3.3% pour Air France-KLM ou encore 0.7% pour British Airways.
- **... qui font peser 7 risques majeurs pour les compagnies européennes** : nous avons recensé 7 risques majeurs induits par cette croissance pour les compagnies européennes parmi lesquels i/ la création d'une puissance émergente dans le transport de fret aérien (en moins de 10 ans, Dubaï s'est hissée du 25ème au 8ème rang en tant que plate-forme de fret aérien), ii/ l'émergence d'un hub africain, iii/ une attaque sur des marchés de loisirs haut de gamme de niche, ...
- **... notamment pour Lufthansa et Air France-KLM à moyen terme** : de par leur organisation centrée autour d'un hub, le poids de l'activité cargo mais également leur forte présence en Afrique, Lufthansa et Air France-KLM sont théoriquement les plus vulnérables.
- **À court terme, les contre-feux existent toutefois** : nous estimons que la menace est plutôt limitée à court terme dans la mesure où i/ les besoins de remplacement d'une partie de la flotte freineront la croissance de leur offre de capacité, ii/ les opérations de lobbying des compagnies européennes sont pour le moment efficaces, iii/ les investissements des compagnies du Golfe sont désormais davantage tournés vers d'autres zones, notamment l'Asie-Pacifique et iv/ la parité euro/\$ actuelle freine les velléités de croissance des compagnies du Golfe (le dirham étant notamment indexé sur le dollar).
- **Air France-KLM (Achat (1), TP 14 €) a suffisamment d'atouts pour s'affranchir de cette problématique et reste notre valeur privilégiée** : la valeur affiche un retard par rapport aux majors européennes alors que le groupe devrait tirer profit de son exposition aux pays émergents (40% de l'activité passage) ainsi que des économies de coûts au titre du plan Challenge 12 et n'a pas besoin de se lancer dans la course à la part de marché. En outre, avec un P/B de 0.65 et un VE/EBITDAR 2011-2012e de 3.5x inférieurs aux moyennes historiques/de cycle (respectivement 0.8x et 4.5x), la valorisation est attractive.


[PDF report \(Etude\)](#)

[Oddo Equities Website.fr](mailto:Oddo Equities Website.fr)

Yan Derocles

+33 (0)1 44 51 88 57 - yderocles@oddo.fr

Olfa Taamallah

otaamallah@oddo.fr

## Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance ABSOLUE attendue sur chaque valeur en monnaie locale à un horizon de 12 mois.

Achat (1)	Performance ABSOLUE attendue supérieure à 15%
Accumuler (2)	Performance ABSOLUE attendue comprise entre 0 et 15%
Alléger (3)	Baisse ABSOLUE attendue comprise entre 0 et -15%
Vente (4)	Baisse ABSOLUE attendue de plus de 15%

## Production et diffusion de la recommandation

Oddo & Cie est agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) et est régulé par l'Autorité de marchés financiers (AMF).

Les informations contenues dans cette analyse financière proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations sont exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude. Ce document exprime l'opinion de Oddo & Cie à la date de celui-ci, cette opinion peut être modifiée à tout moment sans préavis.

L'analyse financière a été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, l'analyste étant soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Un dispositif de « murailles de Chine » (barrière à l'information) a été mise en place afin d'éviter la diffusion indue d'une information confidentielle et de prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts.

Ce document s'adresse exclusivement aux clients de Oddo & Cie, il est communiqué à titre informatif et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Oddo & Cie.

Le présent document n'est pas et ne saurait être tenu pour une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un investissement quel qu'il soit.

Les performances passées ne garantissent pas les performances futures.

Les analystes et les personnes concernées s'abstiennent d'exécuter des transactions personnelles ou des opérations pour le compte de toute autre personne, y compris Oddo & Cie, concernant des instruments financiers sur lesquels porte l'analyse financière, ou tout autre instrument lié lorsqu'ils ont connaissance de la date probable de diffusion et du contenu si cette connaissance n'est pas accessible au public ou aux clients et ne peut pas être aisément déduite de l'information disponible et s'abstiennent d'agir aussi longtemps que les destinataires de l'analyse financière n'ont pas eu une opportunité raisonnable d'agir sur la base de l'information.

## Mention des conflits d'intérêts

Vous pouvez consulter les disclosures de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de [Oddo & Cie](#).

## Sommaire

Résumé-conclusion	5
<b>Des challengers qui affichent déjà la couleur</b>	<b>7</b>
L'Europe représente aujourd'hui 12% de la capacité des trois principaux opérateurs du Golfe	7
Le Moyen-Orient représente aujourd'hui 10.7% du trafic passager international	9
Les forces en présence	12
Les raisons du succès	14
La croissance des compagnies du Golfe pose 7 risques majeurs pour les acteurs européens	21
Lufthansa et Air France-KLM : les acteurs les plus à risque mais des contre-feux existent	27
Annexe	30

---



## RESUME-CONCLUSION

---

*Avec l'appui d'une flotte qui représente aujourd'hui 8.8% des Airbus et 1% des Boeing en service, le Moyen-Orient représente près de 10.7% du trafic passagers international. Les compagnies aériennes de cette zone se sont déjà assurées une croissance importante à moyen terme puisqu'elles détiennent 15% du carnet de commandes d'Airbus et 11.2% de celui de Boeing. Elles jouent notamment un rôle crucial sur certains programmes d'appareils long-courriers (pour représenter 45% du carnet total de l'A380, 28% du B777 et 16% du B787) comme l'illustrent les récentes commandes d'Emirates pour 32 A380 et 30 B777.*

### Gain de part de marché pour les compagnies du Golfe

En l'espace de quelques années, les compagnies du Golfe sont parvenues à se frayer un chemin aux côtés des majors européennes et asiatiques en capturant progressivement des parts de marché sur le long-courrier. C'est notamment vrai sur **l'Europe qui représente aujourd'hui en moyenne 12% du trafic des trois principaux opérateurs du Golfe**. L'analyse de l'évolution de la capacité offerte sur les 8 dernières années montre ainsi qu'Emirates s'est développée bien plus rapidement que ses rivales européennes avec un **CAGR organique de 21.5% vs 4.1% pour Lufthansa, 3.3% pour Air France-KLM et 0.7% pour British Airways**.

### 7 risques majeurs pour les compagnies européennes

La croissance attendue des compagnies du Golfe pose **sept risques majeurs pour les acteurs européens** :

- la création d'une puissance émergente dans le fret, Dubaï étant devenue en moins de 10 ans la 8<sup>ème</sup> plateforme aéroportuaire au monde pour le fret aérien ;
- l'émergence d'un hub africain ;
- une attaque des marchés loisirs haut de gamme en mettant en avant leur qualité de service ;
- la captation d'une part de la croissance attendue sur le marché Europe-Asie ;
- une perte de parts de marché sur le segment premium même si les pertes de parts de marché sont plus visibles sur les passagers de la classe éco ;
- une possible alliance entre acteurs non alignés qui renforcerait un axe Moyen-Orient/Asie ou Moyen-Orient/Amérique et ;
- une consolidation dans le Golfe qui faciliterait l'émergence d'un acteur de taille mondiale.

## Des contre-feux existent à court terme

**À court terme, nous estimons que le risque accru de perte de parts de marché reste limité pour les groupes européens.** En effet, les récentes discussions bilatérales sur les droits de trafic montrent le succès des opérations de lobbying des compagnies aériennes, le récent mouvement de la parité euro/dollar leur offre une bouffée d'oxygène (le dirham étant notamment indexé sur le dollar) et les investissements des compagnies du Golfe sont désormais plus tournés vers d'autres zones comme l'Asie-Pacifique.

## Air France et Lufthansa les plus fragiles à moyen terme

**À moyen terme, les compagnies européennes exposées à l'international sont toutes en concurrence avec les acteurs du Golfe mais de par leur organisation centrée autour d'un hub, du poids de l'activité Cargo mais également de leur forte présence en Afrique, Lufthansa et Air France-KLM sont théoriquement les plus vulnérables.**

**Air France-KLM (Achat (1) ; TP 14 €) reste toutefois notre valeur privilégiée** dans le secteur. Le titre affiche un retard par rapport aux majors européennes alors que nous estimons que i/ les économies lancées en 2009 (700 M€ dont 540 M€ au titre de Challenge 12) apporteront un effet de levier supplémentaire à la rentabilité, ii/ l'exposition aux pays émergents, qui représentent environ 40% des ventes de l'activité passage, tirera la croissance et iii/ les parts de marchés critiques obtenues ces dernières années sur les principales zones sont suffisantes pour ne pas prendre part à une nouvelle course à la part de marché dangereuse pour la tenue de la recette unitaire. Enfin, la valorisation reste attractive avec un P/B de 0.65x contre une moyenne historique de 0.8x et un VE/EBITDAR 2011-2012e de 3.5x contre une moyenne de cycle de 4.5x.

### Récapitulatif de l'exposition des compagnies aériennes européennes aux risques

	Air France-KLM	Alitalia	British Airways	Iberia	Lufthansa	Finnair	SAS
Création d'une puissance émergente dans le fret	- - -	-	- -	-	- - -		
Émergence d'un hub africain	- - -	- -	-		- - -		
Attaque des marchés loisirs haut de gamme	- -	- -	- -	-	- -	-	-
Captation d'une part de la croissance attendue sur le marché Europe-Asie	- -	-	- -	-	- -	- -	- -
Perte de parts de marché sur le segment premium	- -	-	- -	-	- -	-	-
Possible alliance entre acteurs non alignés	-	-	-	-	-	-	-
Consolidation dans le Golfe	-	-	-	-	-	-	-

Tableau 1 – Source : Oddo Securities

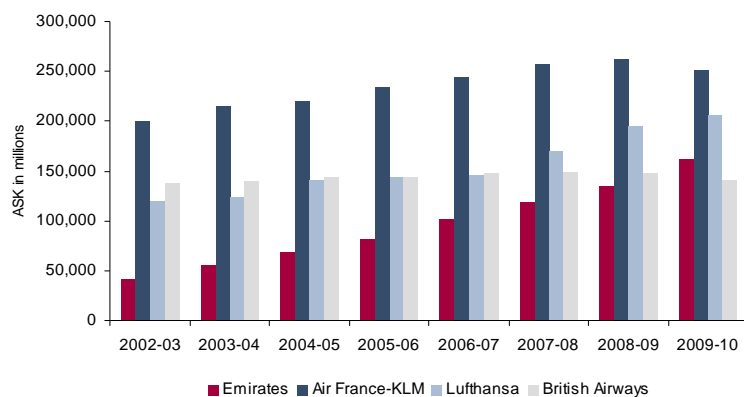
## DES CHALLENGERS QUI AFFICHENT DEJA LA COULEUR

Les commandes de 32 A380 et de 30 B777 annoncées récemment par Emirates mettent bien en évidence la stratégie offensive des compagnies aériennes du Golfe. Avec 105 commandes fermes d'A380, 73 de B777 et 133 de B787 (soit respectivement 45%, 27.8% et 15.7% des carnets de commandes respectifs d'Airbus et de Boeing), les opérateurs de la région forment une armada qui ne cesse d'inquiéter les compagnies européennes.

Pour continuer leur expansion, les compagnies du Golfe ont rapidement saisi l'opportunité que leur offre la "sixième liberté", c'est-à-dire la possibilité de transporter des passagers d'un marché étranger vers un autre marché étranger, via le marché d'origine du transporteur (cf. Annexe). Emirates a été le précurseur de ce modèle de développement, avant d'être ensuite rapidement imité dans la région par Qatar Airways et Etihad qui affichent des objectifs de croissance impressionnants. À ce titre, Etihad ambitionne de transporter 25 millions de passagers par an d'ici 2020 (vs 6.3 M de passagers transportés en 2009, soit un CAGR de 13.4%) et de desservir près de 100 destinations (contre 52 actuellement). Qatar Airways, quant à elle, espère atteindre un objectif de 120 destinations desservies d'ici 2013 (vs 89 en 2009).

L'analyse de l'évolution de la capacité offerte sur les 8 dernières années montre bien qu'Emirates s'est développée bien plus rapidement que ses rivales européennes avec un **CAGR organique de 21.5% vs. 4.1% pour Lufthansa, 3.3% pour Air France-KLM et 0.7% pour British Airways.**

### Évolution de la capacité offerte chez Emirates vs Air France-KLM, Lufthansa et British Airways



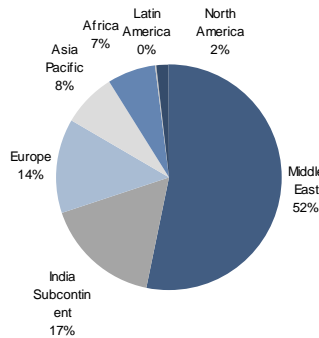
Graphe 2 - Source : Oddo Securities

### L'Europe représente aujourd'hui 12% de la capacité des trois principaux opérateurs du Golfe

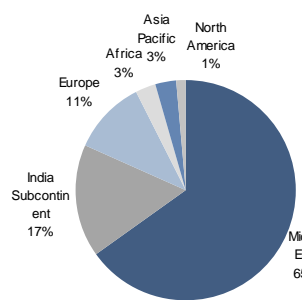
En l'espace de quelques années, ces opérateurs sont parvenus à se frayer un chemin aux côtés des majors européennes et asiatiques en capturant progressivement des parts de marché sur le long-courrier, segment le plus rentable pour une compagnie aérienne. C'est notamment le cas sur **l'Europe qui représente aujourd'hui en moyenne 12% de la capacité offerte des trois principaux opérateurs du Golfe.**

Emirates dessert par exemple près de 13 destinations en Europe avec environ 193 fréquences hebdomadaires auxquelles viendrait s'ajouter un vol quotidien Dubaï-Lyon. Etihad et Qatar Airways, quant à elles, desservent respectivement 9 et 18 destinations en Europe avec environ 83 et 172 fréquences hebdomadaires.

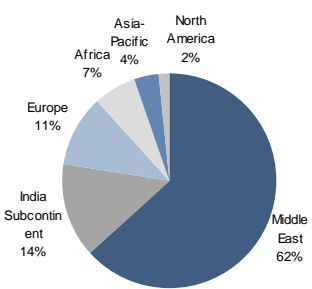
**Emirates : répartition de la capacité offerte par région**



**Etihad : répartition de la capacité offerte par région**



**Qatar Airways: répartition de la capacité offerte par région**



Graphes 3 – Source : Centre for Asia Pacific Aviation (semaine du 12/01/09)

Ces compagnies, qui continuent de nourrir des ambitions de croissance sur le marché européen, se heurtent le plus souvent à la réticence des politiques devant les pressions exercées par quelques compagnies aériennes nationales dont le but est de ralentir le processus d'octroi de slots. Ainsi, la demande d'Emirates pour un troisième vol quotidien au départ de Paris justifié par le fait que ces deux vols quotidiens ont déjà un coefficient de remplissage supérieur à 90% et celle d'Etihad pour obtenir des slots supplémentaires sur la même destination, ont été rejetés en bloc.

Cependant, à long terme, le lobbying continu mené par les compagnies aériennes du Golfe pour l'obtention de slots sur l'Europe devrait porter ses fruits car il est bien clair que ces opérateurs ont bien un pouvoir de négociation grandissant relatif à leur poids dans le carnet de commandes d'Airbus ou au rôle qu'ils peuvent jouer dans le développement du trafic dans les principaux aéroports d'Europe tels qu'Aéroport de Paris et Fraport.

**Destinations européennes desservies par les compagnies aériennes du Golfe**

Destination	Qatar Weekly Service	Emirates Weekly Services	Etihad Weekly Service
London Heathrow	28	35	21
Athens	17	11	7
Paris Charles de Gaulle	14	14	10
Milan Malpensa	11	14	5
Moscow Domodedovo	11	14	7
Frankfurt	10	14	14
Rome FCO	9	14	-
Munich	8	14	7
Stockholm	8	-	-
Manchester	7	14	7
Barcelona	7	-	-
Berlin Tegel	7	-	-
Vienna	7	7	-
Madrid	7	7	-
London Gatwick	7	21	-
Zurich	5	14	-
Geneva	5	-	5
Copenhagen	4	-	-

Tableau 4 - Source : Flight BASE 14-20 SEPTEMBER 2010

### Slots supplémentaires négociés en Europe par Emirates et Qatar Airways

Date	Route	Flights/week
<b>EMIRATES</b>		
02-fevrier	Venise	7
01-mai	Amsterdam	na
01-juin	Prague	7
18-juin	Lyon	na
<b>QATAR AIRWAYS</b>		
05-Apr	Ankara	7
24-nov	Nice	3
17-janv	Budapest	4
31-janv	Brussels	5

Tableau 5 - Sources : Communiqués compagnies aériennes

## Le Moyen-Orient représente aujourd'hui 10.7% du trafic passager international

*Le Moyen-Orient est le premier client de l'A380 et de l'A350 avec, respectivement, 45% et 42% du carnet total*

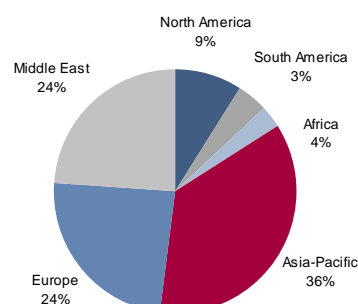
Le Moyen-Orient représente près de 10.7% du trafic passagers international. Les compagnies aériennes de cette zone se sont déjà assurées d'une croissance importante à moyen terme puisqu'elles détiennent **15% du carnet d'ordres Airbus**, soit 499 appareils (vs 19% pour l'Europe avec 636 appareils) et **11.2% du carnet de Boeing**, soit 377 appareils. Elles jouent notamment un rôle crucial sur certains programmes d'appareils long-courriers puisqu'elles sont les premiers clients de l'A380 et de l'A350 avec, respectivement, 45% et 42% du carnet total. Leur position est également importante chez Boeing avec 27.8% du carnet de commandes du B777 et 15.7% du B787.

### Libéralisation du transport aérien mondial et commandes de long-courriers

Les perspectives de développement favorables des compagnies aériennes du Golfe émanent de la récente libéralisation du transport aérien mondial. Emirates, Etihad ainsi que Qatar Airways ont développé leur réseau en saisissant les opportunités de croissance qui se sont présentées au cours de ces dernières années. Plusieurs routes européennes, qui étaient jusque là surprotégées par des accords bilatéraux restrictifs, se sont ouvertes progressivement.

La détention de la nouvelle génération d'avions long-courriers par ces compagnies, qui leur permet de joindre n'importe quel point du monde en non-stop, leur procure un avantage concurrentiel certain. **Les opérateurs du Moyen-Orient représentent 24% des avions long-courriers livrés en 2009 au même titre que l'Europe.**

### Répartition géographique des livraisons de long-courriers en valeur



Graphique 6 - Source : Flight global

Les prévisions d'Airbus incluses dans son Global Market Forecast montrent que, sur la période 2009-2028, **la région du Moyen-Orient devrait représenter 6% des livraisons totales en valeur** (soit près de 1 419 appareils) et que les Émirats Arabes Unis devraient se situer à la septième position en termes de valeur de commandes d'avions, juste après l'Allemagne et bien avant la France.

**Classement des 10 premiers pays en termes de demande d'appareils passagers (en nombre et valeur) sur la période 2009-2028**

Passenger aircraft demand		By US\$ value (billions)	
1	United States	5,096	United States 450.3
2	China	3,272	China 439.5
3	United Kingdom	1,229	United Kingdom 154.0
4	Germany	1,175	India 141.5
5	India	1,093	Germany 141.4
6	Russia	1,004	Japan 114.2
7	Ireland	615	UAE 98.2
8	Australia	551	Russia 89.9
9	Japan	548	Singapore 79.3
10	Brazil	542	Australia 74.2

Tableau 7 - Source : AIRBUS

**Une croissance annuelle moyenne du trafic attendue à près de 6% sur les 20 prochaines années**

Sans conteste, la région du Moyen-Orient a connu, ces dernières années, une croissance du trafic bien supérieure à celle de l'industrie en général et à celle l'Europe en particulier, soutenue par le renforcement de capacité y compris en période de crise. Au moment où plusieurs compagnies aériennes européennes ont réduit leur capacité jusqu'à 20% pour limiter les effets de la crise, certaines compagnies du Moyen-Orient se sont empressées de renforcer leur capacité, capturant ainsi le surplus de trafic tout en maintenant des taux de remplissage au-delà de 70%.

**Évolution du trafic mensuel du Moyen-Orient vs Europe et industrie globale**



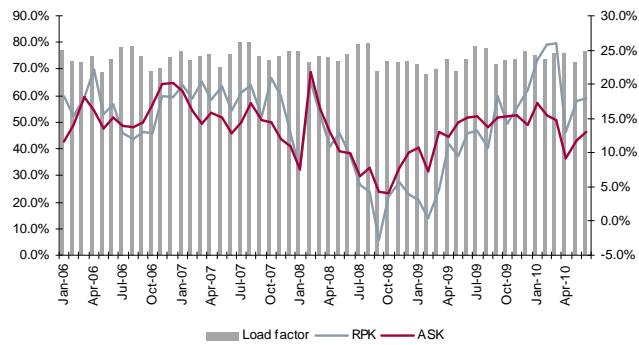
Graphes 8 - Source : IATA

**Évolution de la capacité mensuelle du Moyen-Orient vs Europe et industrie globale**



Selon l'IATA, les transporteurs du Moyen-Orient continuent d'afficher la plus forte augmentation de capacité (13% en août et 12.9% durant les 8 premiers mois de l'année) et ont connu une croissance encore plus importante du trafic (12.1% en août et 18.1% sur les 8 premiers mois de l'année) tout en améliorant les coefficients de remplissage et leur rentabilité financière. Si cette tendance se confirme, les prévisions initiales de l'IATA pour un taux de croissance de trafic en 2010 de 19.5% en termes de TKP (Passager et Cargo inclus) pour le Moyen-Orient pourront être dépassées.

### Évolution du trafic et de la capacité au Moyen-Orient

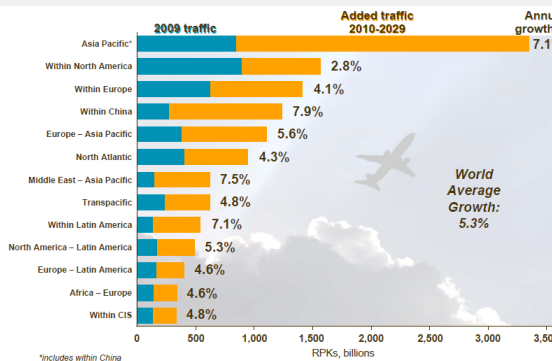


Grphe 9 - Source : IATA

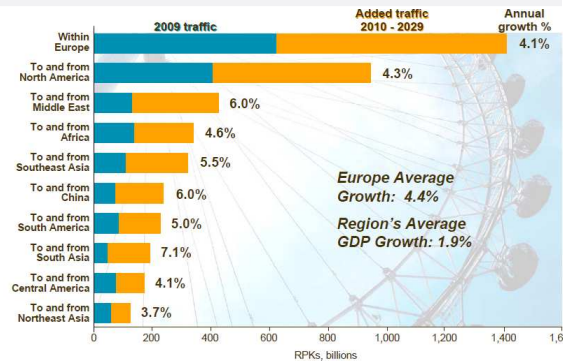
Pour sa part, l'Organisation Civile de l'Aviation Internationale (OACI) estime que la région du Moyen-Orient connaîtra le taux de croissance du trafic le plus important jusqu'à 2012 avec **une croissance annuelle de 15.5% pour 2010, de 12% pour 2011 et 11.5% en 2012.**

Sur la période 2010-2029, Boeing estime que le trafic entre le **Moyen-Orient et l'Asie devrait croître à un rythme annuel de 7.5%** juste derrière celui de la Chine (domestique) à 7.9%. Le trafic Europe-Moyen-Orient devrait augmenter à un taux annuel de 6%. Ceci met en évidence le potentiel de croissance de trafic de connexion de l'Europe vers l'Asie.

### Croissance du trafic par marché sur la période 2010-2029



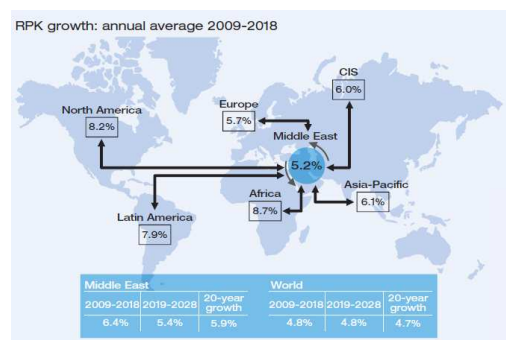
### Croissance du trafic en Europe sur la période 2010-2029



Graphes 10 - Source : BOEING

Airbus estime, de son côté, que sur un horizon de 20 ans, **la région du Moyen-Orient connaîtra la plus forte progression du trafic, soit +5.9% par an au même titre que l'Asie Pacifique** vs +4.4% en Europe, 4.9% en Amérique latine et +3.4% en Amérique du Nord.

### Estimation de la croissance du trafic par route sur la période 2009-2028 selon Airbus



Grphe 11 - Source : Airbus

## Les forces en présence

Si ces dernières années ont bien connu l'essor de plusieurs compagnies aériennes au Moyen-Orient, trois bénéficient d'une position prédominante sur le marché : Emirates (Dubai), Etihad (Abu Dhabi) et Qatar Airways (Qatar). Ces trois compagnies accaparent à elles seules **plus de 25% du trafic au Moyen-Orient**.

### Principaux acteurs de la région Afrique-Moyen-Orient

Rank	Airline group	Country	Revenue in \$m	Change in \$	Operating result (\$m)	Operating margin	Net result in \$m	Net margin	Top 150	Period to end
1	Emirates	United Arab Emirates	11 565	0%	971	8.4%	963	8.3%	11	March 10
2	Saudi Arabian Airlines	Saudi Arabia	4 900	0%	na	0.0%	na	na	25	Dec 09
3	Qatar Airways	Qatar	3 505	-7%	na	0.0%	na	na	35	Dec 09
4	Etihad Airways	United Arab Emirates	2 274	-10%	na	0.0%	na	na	54	Dec 09
5	El Al Israel Airlines	Israel	1 656	-21%	-75	-4.5%	-76	-4.6%	64	Dec 09
6	Gulf Air	Bahrain	1 400	-2%	na	0.0%	na	na	72	Dec 09
7	Royal Jordanian	Jordan	846	-15%	54	6.4%	40	4.7%	101	Dec 09
8	Iran Air	Iran	800	2%	na	0.0%	na	na	106	March 10
9	Kuwait Airways	Kuwait	776	-15%	-208	-26.8%	-590	-76.0%	110	March 10
10	Middle East Airlines	Lebanon	554	0%	116	20.9%	105	19.0%	126	Dec 09

Tableau 12 - Source : Airline business rankings

### Indicateurs d'activités d'Emirates, Etihad et Qatar Airways (exercice fiscal)

	Emirates Airline			Etihad Airways			Qatar Airways		
	2008	2009	Change (%)	2008	2009	Change (%)	2008	2009	Change (%)
Passenger Traffic	22 730 895	27 454 000	20.8	5 988 523	6 276 409	4.8	9 702 629	10 211 669	5.3
Fleet Size	127	142	11.8	42	52	23.8	64	72	12.5
No. of Destinations	99	102	3.0	56	75	33.9	77	89	15.6
Passenger Load Factor (PLF%)	76	78	3.0	75	74	-2.3	73	72	-1.4
Revenue Passenger km (RPK million)	101 762	126 273	24.1	24 159	27 805	15.1	36 203	40 409	11.6
Available Seat km (ASK million)	134 179	161 756	20.6	32 104	37 763	17.6	49 848	56 412	13.2
Cargo Carried (Tons)	1 408 300	1 580 000	12.2	30 8721	218 845	-29.1	401 683	458 248	14.1
Skytrax Ranking (Stars)	4	4		4	4		5	5	

Tableau 13 - Source : Sociétés

Créée en 1985, **Emirates Airlines** est aujourd'hui un des leaders sur le marché et figure d'ores et déjà à la 7<sup>ème</sup> position pour le trafic domestique et international. Elle opère à partir de l'aéroport de Dubai International et dessert près de 102 destinations. Sur les **dix dernières années, elle a connu une croissance moyenne annuelle de son trafic de 22.4%**.

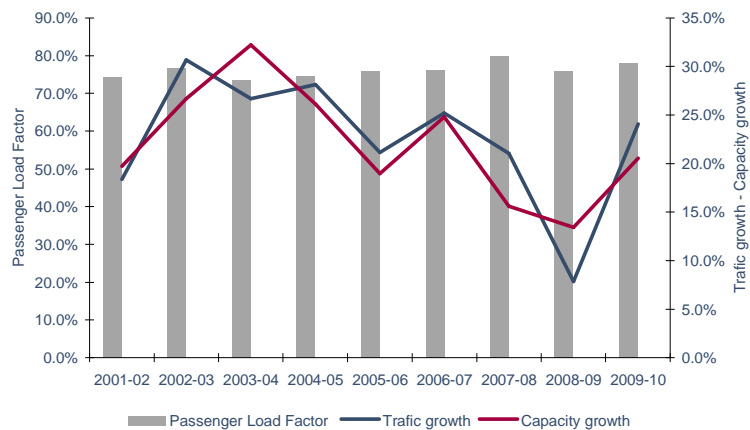
### Classement mondial trafic total (mesurés en RPK, décembre 2009)

Rank	Airline	Pax traffic RPK (mln)	Pax number (mln)
1	Delta Air Lines	304 009	161
2	Air France - KLM	202 455	71.4
3	American Airlines	196 904	85.7
4	United Airlines	161 663	56.1
5	Lufthansa	160 647	76.5
6	Continental Airlines	128 437	45.6
7	Emirates	126 273	27.5
8	Southwest Airlines	119 801	86.3
9	British Airways	110 851	31.8
10	Qantas	99 176	38.4

Tableau 14 - Source : Airline Business

La compagnie a clôturé son exercice 2009-2010 sur une marge opérationnelle de l'ordre de 8.2%, une marge d'EBITDAR de 24.5% et sur des bénéfices nets de 3.5 Md AED (764 M€). Pour l'exercice 2010-2011, Emirates espère une réduction de coûts de 10% sur la base d'un baril entre 65 \$ et 85 \$ et un résultat net de 4.25 Md AED, soit une progression de 21.5%.

### Évolution du trafic passager et de la capacité offerte chez Emirates



Graph 15 - Source : EMIRATES – rapport annuel

Créée en 2003, **Ethad Airways** opère à partir de l'aéroport d'Abu Dhabi International et dessert près de 75 destinations. Les dirigeants ont officiellement affiché leurs ambitions de renforcement de leur positionnement mondial en indiquant vouloir se hisser au rang de sa rivale Emirates.

**Qatar Airways**, fondée en 1993, opère à partir de l'aéroport de Doha International et dessert près de 89 destinations. En 2009, la compagnie a été classée par l'organisme britannique de référence Skytrax 4<sup>ème</sup> meilleure compagnie aérienne du monde pour la qualité de ses services, après Cathay Pacific, Singapore Airlines et Asiana.

## Les raisons du succès

Plusieurs atouts expliquent l'expansion rapide de ces opérateurs :

### Une position géographique de premier choix et la construction d'un réseau étoffé

*Un marché de la taille de l'Inde ou de la Chine dans un rayon de 2 heures 30 de vol*

Le potentiel de croissance offert aux compagnies aériennes locales est important grâce à l'exploitation **d'un marché de la taille de l'Inde ou de la Chine dans un rayon de 2 heures 30 de vol**. À l'écart des grandes alliances mondiales, les compagnies du Golfe ont tissé leur toile. Leurs plates-formes, situées au croisement des routes menant vers l'Europe, l'Afrique, l'Australie et l'Asie, ont **tiré avantage du glissement vers l'est du centre de gravité des échanges mondiaux**.

Par ailleurs, bien que le marché local soit considéré comme relativement étroit, il bénéficie de **l'afflux des expatriés dans la région** (près de 85% de la population dans les pays du Golfe). C'est ainsi que dernièrement, Qatar Airways a annoncé l'expansion de son réseau en Inde avec près de 20% de fréquences en plus durant le prochain mois couvrant principalement les villes suivantes : Delhi, Cochin et Amritsar.

### Une flotte jeune, de longue portée et économe en carburant

Lors de ces dernières années, Emirates, Etihad et Qatar Airways ont investi considérablement dans l'expansion de leur flotte. Aujourd'hui, ces opérateurs disposent d'une **flotte beaucoup plus jeune que celle des majors européennes (3.6 ans pour Etihad, 4.6 pour Qatar ou encore 6.2 pour Emirates), de dernière génération et plutôt homogène leur permettant des réductions de coûts importantes**.

#### Âge de la flotte pour les compagnies aériennes du Moyen-Orient vs les majors européennes

Compagnies	Country	Fleet Age
Emirates	UAE	6.2
Qatar Airways	Qatar	4.6
Etihad Airways	UAE	3.6
Gulf Air	Bahrain	7.7
Middle East Airlines	Libanon	3.7
Saudi Arabian Airlines	Saudi Arabia	12.1
Syrian Arab Airlines	Syria	10
Kuwait Airways	Kuwait	15.8
Air France-KLM	France	9.5
Lufthansa	Germany	13
British Airways	UK	12.4

Tableau 16 - Source : Airfleets

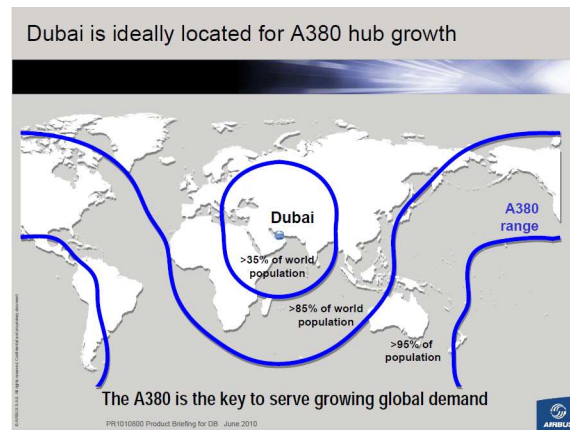
## Flotte actuelle et commandes fermes

	EMIRATES	ETIHAD AIRWAYS	QATAR AIRWAYS	LUFTHANSA	AIR FRANCE-KLM	BRITISH AIRWAYS
<b>Current fleet</b>						
29	A330-200	2 A319	11 B777-300ER	6 A300	35 B747	19 B737
8	A340-300	13 A320	6 B777-200LR	3 A310	74 B777	49 B747
10	A340-500	16 A330-200	2 B777F Cargo	77 A319	4 B767	9 B757
8	A380-800	2 A330-300	4 A340-600	79 A320	2 A380	21 B767
3	B777-200	4 A340-500	14 A320	63 A321	18 A340	46 B777
6	B777-200ER	7 A340-600	16 A330-200	30 A330	25 A330	2 A318
10	B777-200LR	6 B777-300	13 A330-300	67 A340	10 MD11	33 A319
12	B777-300	2 A300-600F	3 A300-600 Cargo	91 B737	17 B747Cargo	38 A320
52	B777-300ER	1 MD11F(Freighter)	1 A319 CJ	30 B747	2 B777 Cargo	11 A321
2	B777-200LRF		2 A319LR	6 B767	7 MD-11-CF/F	2 Avro RJ 85
2	B747-8F		9 A321-200	4 B777	84 B737	1 Avro RJ 100
			Bombardier Challenger			
			2 605	19 MD11F	24 A321	7 Embraer-E-jets
			Bombardier Challenger300	Bombardier CRJ	61 A320	
				Bombardier Q-Series	45 A319	
				24 ATR	18 A318	
				38 Avro RJ	27 Avro RJ 85	
				8 BAe 146	32 Canadair Jet 900/700/100	
				39 Embraer	70 Embraer 190/170/145/135/120	
				9 Fokker F70	70 Fokker 100/70/50	
				15 Fokker F100		
				4 Cessna Citation		
<b>Long haul</b>	<b>142</b>	<b>38</b>	<b>55</b>	<b>165</b>	<b>194</b>	<b>125</b>
<b>Total</b>	<b>142</b>	<b>53</b>	<b>84</b>	<b>722</b>	<b>625</b>	<b>238</b>
<b>Fleet in backlog (firm orders)</b>						
50	A350-900	20 A320	17 A320	15 A380	10 A380	7 A320
20	A350-1000	2 A330-200F	3 A321	7 A330	1 A330	12 A380
80	A380	4 A330-300	20 A350-800	14 A320	15 B777	5 B777
48	B777	25 A350-1000	40 A350-900	20 B747	1 B777F	24 B787
		10 A380	20 A350-1000	30 Bombardier C-Series	14 A320	6 EMB E170
		10 B777	5 A380	15 Embraer EMB190Family	1 A321	5 EMB E190
		35 B787	9 B777	6 Bombardier CRJ900	13 B737	
			30 B787	3 Bombardier DH8-Q400	3 EMB 170	
					4 EMB 190	
					14 CRJ 1000	
<b>Total</b>	<b>198</b>	<b>106</b>	<b>144</b>	<b>110</b>	<b>76</b>	<b>59</b>
<b>Total Fleet</b>	<b>340</b>	<b>159</b>	<b>228</b>	<b>832</b>	<b>701</b>	<b>297</b>

Tableau 17 – Source : Sociétés

Fortement centrés sur le développement de leur réseau international dans un premier temps et par conséquent pas vraiment pénalisés par un réseau domestique ou moyen-courrier coûteux, ces opérateurs ont choisi d'investir dans des avions à longue portée leur permettant de relier les plus grandes villes du monde en **non stop à partir de leur hub respectif**.

### Distance franchissable en A380 non stop au départ de Dubaï



Grphe 18 - Source : Airbus

### Avions long-courriers disposant d'une distance franchissable > 13,000 km

Aircraft	Range (km)
B777-200LR	17,409
A340-500	16,668
A350-800	15,372
A380	15,186
A350-900	15,001
A340-200	14,816
A350-1000	14,816
B777-300ER	14,816
B747-8	14,816
B787-9	14,816
B787-10	14,816
A340-600	14,631
A340-300	13,705

Tableau 19 - Source : BOEING, Airbus

### Une diversité des sources de financement et un accès au crédit à l'exportation

La diversité des sources de financement est un atout majeur pour les compagnies aériennes du Moyen-Orient. Selon le journal "Le Figaro", sur les 17 Md\$ empruntés par Emirates en treize ans, 25% ont été contractés auprès de banques, 34% viennent de leasings opérationnels et 21% sont issus des crédits export. La compagnie de Dubaï peut bénéficier du **soutien à l'exportation de l'Exim Banque, de la Coface, ECGD ou encore Hermès** alors qu'une compagnie comme Air France, Lufthansa ou British Airways ne peut recevoir un tel soutien. Enfin, 13% des financements extérieurs proviennent d'emprunts obligataires, 6% de fonds islamiques et 1% de montages "financiers divers".

D'ici 2017, Emirates aura à financer 28 Md\$ a indiqué récemment son Directeur financier, Gary Chapman, en ajoutant que la compagnie devra envisager tous les moyens de financement existants pour y parvenir, y compris une éventuelle introduction en Bourse. Rien que pour les douze prochains mois, Emirates devrait ainsi honorer pour 1.3 Md\$ de commandes d'Airbus et de Boeing. Et sur les six prochaines années, le rythme des livraisons devra monter, en moyenne, à deux long-courriers par mois.

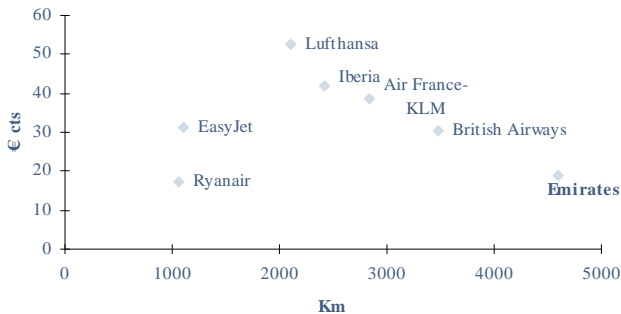
## Coûts opérationnels : un avantage compétitif majeur

**Sur les 10 dernières années, la marge opérationnelle d'Emirates s'est élevée en moyenne à 10.6% contre 2.7% pour les quatre majors européennes**

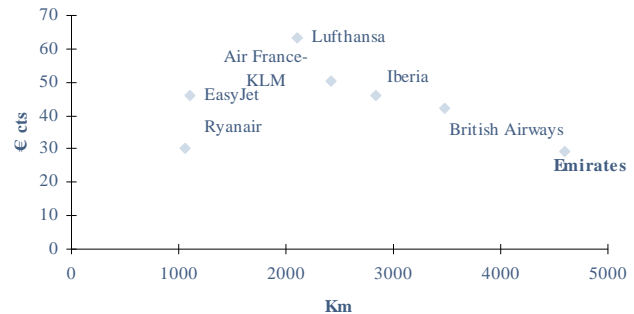
Sur les dix dernières années, la marge opérationnelle d'Emirates s'est élevée en moyenne à 10.6% contre 2.7% pour les quatre majors européennes. Seule Ryanair a affiché, en Europe, une rentabilité opérationnelle plus élevée avec, en moyenne, 21.1%.

La comparaison des coûts unitaires aux ATK (tonnes par km offertes) montre clairement qu'Emirates (mais cela reste certainement valable pour la majorité des acteurs du Golfe) détient un **avantage compétitif que nous estimons à près de 50% en 2009 par rapport aux majors européennes**. D'après nos calculs, Emirates avait en 2009 des coûts unitaires de **personnel en moyenne 60% inférieurs aux compagnies européennes régulières, des coûts unitaires de carburant 30% inférieurs et des coûts unitaires de détention 40% moindres**.

Comparaison des coûts unitaires hors carburant



Comparaison des recettes unitaires



Graphes 20 - Source : Oddo Securites (distance franchissable en abscisse) – coûts et recettes unitaires à l'ATK en cents d'euro

**Une distance franchissable plus importante...**

Une partie de l'écart s'explique par une **distance franchissable plus importante** (environ 3 000 km en moyenne pour les majors européennes contre près de 4 600 km pour Emirates en 2009) et trouve sa contrepartie dans la recette unitaire. En effet, **la recette unitaire totale à l'ATK d'Emirates était en 2009 inférieure de l'ordre de 40% à la moyenne des majors européennes**.

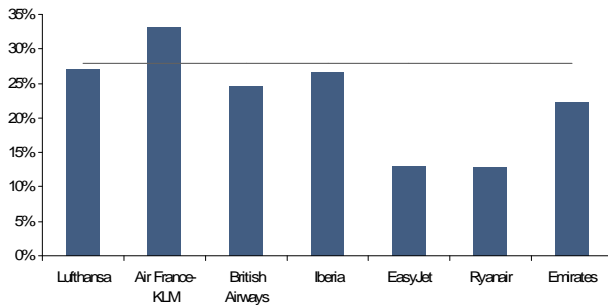
**... le soutien des États...**

Le soutien des États explique également une partie de l'écart puisque les autorités mettent à la disposition un ensemble de services : aéroports, aviation civile, fixation des redevances, infrastructures complémentaires. Cette situation offre un avantage évident aux compagnies du Golfe par rapport à celles d'Europe et introduit donc d'importantes distorsions de concurrence.

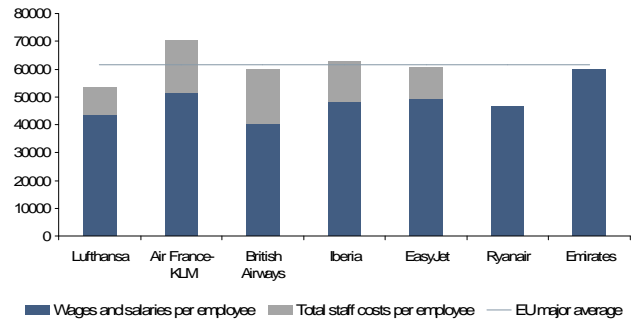
**... mais surtout des charges de personnel clairement inférieures**

Si la proportion des principaux postes de dépenses est en majorité comparable pour les compagnies du Golfe comme pour les compagnies majors européennes, la part des charges de personnel est par contre clairement inférieure pour les transporteurs du Moyen-Orient. Différents éléments expliquent cet écart dont la **productivité des salariés, les différences de prestations offertes aux salariés** (pour certains transporteurs du Golfe, les cotisations sociales sont inexistantes) **ou encore la localisation des salariés**. Y compris corporate overheads, **les charges de personnel représentent 22% des charges pour Emirates (16% hors corporate overheads) contre 28% en moyenne pour les majors européennes**. Les salariés d'Emirates sont donc plus productifs. Le graphique 22 montre ainsi une productivité par tête d'Emirates similaire à celle des compagnies à bas coûts européennes alors que le salaire total moyen est pourtant comparable à celui de ses concurrentes majors européennes.

**Charges de personnel en pourcentage des coûts opérationnels totaux**

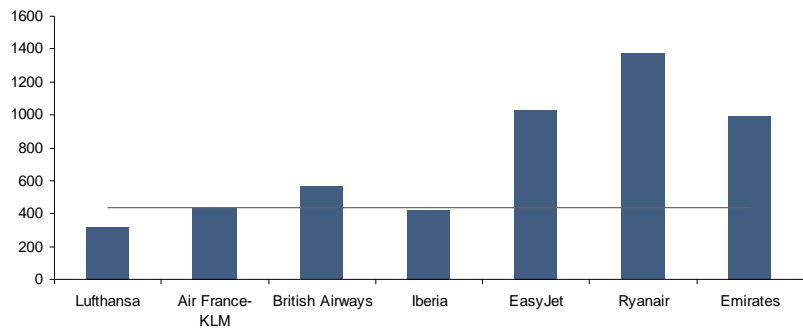


**Salaires et charges de personnel par employé (en €)**



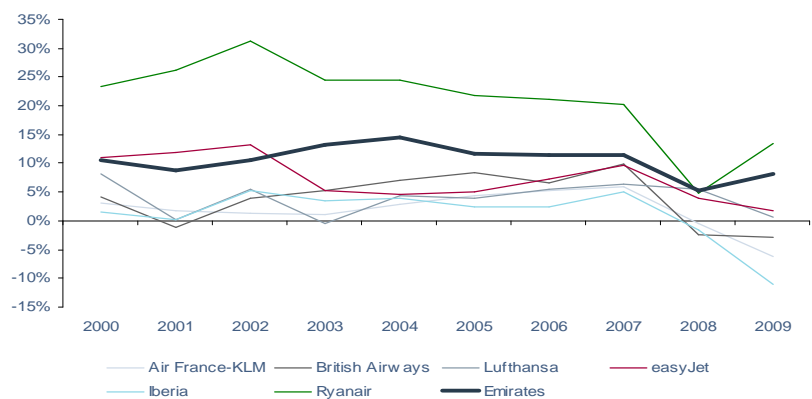
Graphes 21 - Sources : Oddo Securities, sociétés

**Productivité (milliers d'ATK par employé)**



Graphe 22 - Sources : Oddo Securities, sociétés (le trait horizontal représente la moyenne des majors européennes)

**Évolution des marges opérationnelles**



Graphe 23 - Sources : Oddo Securities, sociétés

**Un objectif de rentabilité parfois secondaire**

L'ambition des États du Golfe de devenir la nouvelle plaque tournante mondiale et par la suite de réduire leur dépendance au secteur pétrolier, fait du développement du secteur de l'aviation une véritable orientation stratégique. Selon l'International Quality & Productivity Center, les investissements des

**pays du Golfe dans le secteur de l'Aviation civile sont ainsi estimés à plus de 45 Md\$ d'ici à 2014.**

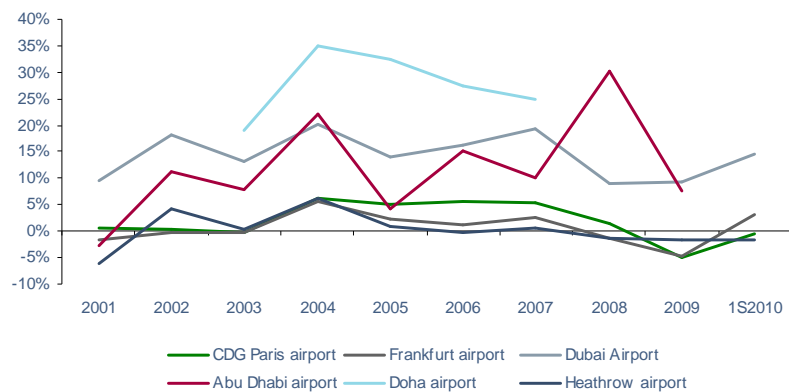
Sa contribution au développement de plusieurs secteurs tels que la Finance, le Tourisme, l'Immobilier et le Commerce justifie le fait que les États respectifs n'ont pas lésiné sur les moyens financiers mis en place pour se différencier.

L'enjeu du secteur est tel que les États (actionnaires à 100%) sont prêts à jouer à fond leur rôle de support et occulter, du moins à court terme, leur objectif de rentabilité. À titre d'exemple, Etihad Airways, créé en 2003, a annoncé récemment son objectif d'atteindre le point mort en 2011 en accord avec le gouvernement.

**Des investissements importants en infrastructures aéroportuaires**

Le trafic passager n'a cessé d'augmenter ces dernières années dans les aéroports des pays du Golfe affichant des taux de croissance à deux chiffres (CAGR 2000-2009 de 14.3% pour Dubaï Airport et de 11.4% pour Abu Dhabi Airport) en pleine crise et au moment où les principaux aéroports européens enregistrent un recul du nombre de passagers. Cette tendance se poursuit encore en 2010. Ainsi, après avoir connu un mois de juillet record, **Dubaï International Airport affiche un taux de croissance à deux chiffres pour le dixième mois consécutif.** En effet, l'aéroport a enregistré un trafic passager de 4.3 millions en juillet 2010, en augmentation de 14.3%. La plus forte progression en juillet vient de l'Europe de l'Est (+219%), suivie de l'Asie (+34%) et de la Russie et de la Communauté des États Indépendants (+29%). Cette tendance s'est poursuivie au mois d'août, quoi qu'à un rythme moindre, affichant un taux de croissance de 6.8% avec 3.98 millions de passagers transportés.

**Comparaison des taux de croissance du trafic passager**



Graphe 24 - Sources : Aéroports respectifs

L'aéroport de Dubaï assure le rôle de hub régional et se positionne déjà à la 15ème place mondiale en termes de trafic passager et à la 4ème place en termes de trafic passager international pour 2009.

*L'aéroport de Dubaï se positionne à la 15<sup>ème</sup> place mondiale en termes de trafic passager et à la 4<sup>ème</sup> place en termes de trafic passager international*

### Classement mondial 2009 des aéroports en termes de trafic Passager

Rank	City (Airport)	Total Passenger	% Change
1	Atlanta GA, US (ALT)	88,032,086	-2.2
2	London, GB (LHR)	66,037,578	-1.5
3	Beijing, CN (PEK)	65,372,012	16.9
4	Chicago IL, US (ORD)	64,158,343	-6.1
5	Tokyo, JP (HND)	61,903,656	-7.2
6	Paris, FR (CDG)	57,906,866	-4.9
7	Los Angeles CA, US (LAX)	56,520,843	-5.5
8	Dallas/Fort Worth TX, US (DFW)	56,030,457	-1.9
9	Frankfurt, DE (FRA)	50,932,840	-4.7
10	Denver CO, US (DEN)	50,167,485	-2.1
11	Madrid, ES (MAD)	48,250,784	-5.1
12	New York NY, US (JFK)	45,915,069	-4
13	Hong Kong, HK (HKG)	45,558,807	-4.8
14	Amsterdam, NL (AMS)	43,570,370	-8.1
15	Dubai, AE (DXB)	40,901,752	9.2
16	Bangkok, TH (BKK)	40,500,224	4.9
17	Las Vegas NV, US (LAS)	40,469,012	-6.3
18	Houston TX, US (IAH)	40,007,354	-4.1
19	Phoenix AZ, US (PHX)	37,824,982	-5.2
20	San Francisco CA, US (SFO)	37,338,942	0.3
21	Singapore, SG (SIN)	37,203,978	-1.3
22	Jakarta, ID (CGK)	37,143,719	15.2
23	Guangzhou, CN (CAN)	37,048,712	10.8
24	Charlotte NC, US (CLT)	34,536,666	-0.6
25	Miami FL, US (MIA)	33,886,025	0.5
26	Rome, IT (FCO)	33,723,213	-4
27	Orlando FL, US (MCO)	33,693,649	-5.5
28	Sydney, AU (SYD)	33,451,383	0.4
29	Newark NJ, US (EWR)	33,399,207	-5.6
30	Munich, DE (MUC)	32,681,067	-5.4

Tableau 25 – Source : ACI

Pour mieux répondre à la demande croissante, l'**Aéroport International d'Abu Dhabi**, dont la capacité actuelle est de 12 millions de passagers par an, a entrepris un projet d'investissement pour un nouveau terminal qui devra porter la capacité de l'aéroport à **20 millions de passagers par an à partir de 2012** et à 40 millions de passagers par an à terme.

Le **Qatar**, qui ambitionne de devenir le deuxième pôle régional après Dubaï, a engagé un programme d'investissements de près de 11 Md\$ pour son nouvel aéroport. Les deux premières phases seront opérationnelles à partir de juillet 2011 et permettront d'atteindre une capacité de **24 millions de passagers par an et 1.4 million de tonnes de fret**. En 2015, lorsque la phase III du développement sera terminée, la capacité passera à environ à 40 millions de passagers. Si une autre phase de développement était lancée en 2020-2025, la capacité de l'aéroport pourrait même être étendue à près de 50 millions de passagers.

Pour accompagner l'expansion rapide de Qatar Airways et afin de capturer une clientèle premium en transit, l'actuel aéroport de Doha s'est même doté d'un terminal Premium ouvert 24/24 et 7j/7, réservé au passagers des classes business et first de la compagnie nationale. Sur 10 000 m<sup>2</sup>, outre le Duty Free et les comptoirs VIP pour l'enregistrement, se trouvent plusieurs restaurants, une salle de jeux, une garderie pour enfants, des salons de repos, un SPA, un centre d'affaires et un centre médical...

# LA CROISSANCE DES COMPAGNIES DU GOLFE POSE 7 RISQUES MAJEURS POUR LES ACTEURS EUROPEENS

*La pénétration et l'agressivité des compagnies du Golfe comportent plusieurs risques spécifiques pour les acteurs européens :*

## Création d'une puissance émergente dans le fret

*Dubaï est devenu en moins de 10 ans, la 8<sup>ème</sup> plate-forme aéroportuaire pour le fret aérien devant Francfort, Londres Heathrow et Amsterdam*

Les gains de parts de marché des transporteurs du Golfe et notamment d'Emirates font peser un risque important sur la prédominance des acteurs européens dans le transport de fret aérien. Air France-KLM affichait en effet en 2009 une place de leader mondial hors intégrateurs avec une part de marché de 8.4% (9.3% en 2008). Lufthansa affiche son ambition d'atteindre une part de marché mondiale de l'ordre de 10%. Or, **en moins de 10 ans, Dubaï est devenu la 8<sup>ème</sup> plate-forme aéroportuaire pour le fret aérien (vs 25<sup>ème</sup> en 2001) devant Francfort, Londres Heathrow et Amsterdam et talonne Paris CDG de seulement 6%**. À nos yeux, Emirates dispose notamment de trois atouts majeurs pour poursuivre ses gains de parts de marché :

- le **nouvel aéroport de Dubaï Al Maktoum**, inauguré en juin 2010, permet déjà d'accueillir 250 000 tonnes de fret par an et prévoit de s'agrandir progressivement pour atteindre une capacité de 12 millions de tonnes de fret, soit plus de 3 fois le trafic enregistré aujourd'hui par la plus importante plate-forme de fret au monde, Memphis ;
- cet aéroport est situé dans la **zone franche de Jebel Ali** et devrait également bénéficier de la **puissance logistique du port** et ;
- Emirates repose essentiellement sa stratégie Cargo sur le **remplissage des soutes de ses avions passagers** et n'opère uniquement que 4 avions purs cargos. Or, le **coût est traditionnellement inférieur de l'ordre de 30% au tout cargo**.

Au cours du mois de juillet 2010, Emirates a enregistré pour le dixième mois consécutif une croissance à deux chiffres de trafic Cargo (+23.5%). Depuis le début de l'année, ce dernier a atteint 1 299 701 tonnes, soit une augmentation de 25.5% par rapport à la même période l'année dernière.

### Évolution du positionnement mondial dans le fret de l'aéroport de Dubaï

Year	Ranking	Total cargo traffic	Yoy ch. in %
2009	8	1 927 520	5.6%
2008	11	1 824 992	9.4%
2007	13	1 668 505	11.0%
2006	17	1 503 697	14.4%
2005	18	1 314 906	12.5%
2004	18	1 169 286	22.2%
2003	19	956 795	21.9%
2002	21	784 997	24.2%
2001	25	632 224	

Tableau 26 – Sources : ACI, Oddo Securities

### Classement mondial 2009 des aéroports en termes de trafic de fret

Rank	City (Airport)	Total Cargo	% Change
1	MEMPHIS TN, US (MEM)	3 697 054	0
2	HONG KONG, HK (HKG)	3 385 313	-7.5
3	SHANGHAI, CN (PVG)	2 543 394	-2.3
4	INCHEON, KR (ICN)	2 313 001	-4.6
5	PARIS, FR (CDG)	2 054 515	-9.9
6	ANCHORAGE AK, US (ANC)*	1 994 629	-15
7	LOUISVILLE KY, US (SDF)	1 949 528	-1.3
8	DUBAI, AE (DXB)	1 927 520	5.6
9	FRANKFURT, DE (FRA)	1 887 686	-10.6
10	TOKYO, JP (NRT)	1 851 972	-11.8
11	SINGAPORE, SG (SIN)	1 660 724	-11.9
12	MIAMI FL, US (MIA)	1 557 401	-13.8
13	LOS ANGELES CA, US (LAX)	1 509 236	-7.4
14	BEIJING, CN (PEK)	1 475 649	8.1
15	TAIPEI, TW (TPE)	1 358 304	-9
16	LONDON, GB (LHR)	1 349 571	-9.2
17	AMSTERDAM, NL (AMS)	1 317 120	-17.8
18	NEW YORK NY, US (JFK)	1 144 894	-21.2
19	CHICAGO IL, US (ORD)	1 047 917	-17.1
20	BANGKOK, TH (BKK)	1 045 194	-10.9
21	GUANGZHOU, CN (CAN)	955 270	39.3
22	INDIANAPOLIS IN, US (IND)	944 805	-9.2
23	NEWARK NJ, US (EWR)	779 642	-12.1
24	TOKYO, JP (HND)	779 118	-8.3
25	LUXEMBOURG, LU (LUX)	628 667	-20.2
26	OSAKA, JP (KIX)	608 876	-28
27	SHENZHEN, CN (SZX)	605 469	1.2
28	KUALA LUMPUR, MY (KUL)	601 620	-9.9
29	DALLAS/FORT WORTH TX, US (DFW)	578 906	-11.3
30	MUMBAI, IN (BOM)	566 368	1.3

Tableau 27 – Source : ACI

## L'émergence d'un hub africain

Le risque de transformation par une compagnie du Golfe d'un aéroport international africain d'envergure en véritable hub africain pour ainsi capter une partie de la clientèle premium basée en Afrique est important, notamment pour Air France-KLM et Lufthansa. Le continent africain reste en effet **le réseau vache à lait pour Air France-KLM avec, selon nos estimations, une contribution annuelle au résultat d'exploitation d'environ 300 M€ sans grande volatilité**. Le Figaro indiquait (09/06/2010) qu'en 2008-2009, 9 des dix lignes les plus rentables étaient africaines avec notamment un taux de marge de 61% pour la ligne Paris-Luanda. De son côté, Lufthansa accélère son implantation en Afrique en s'appuyant sur Brussels Airlines et Swiss mais également en tentant de créer une plate-forme de correspondance à Addis-Abeba (base de Ethiopian, nouvelle arrivée dans la Star Alliance).

Nous estimons que **la stratégie d'Emirates comporte notamment un volet de développement dirigé vers l'Afrique avec non seulement une présence en Afrique de l'Est mais également une attaque sur le pré-carré d'Air France-KLM (Luanda)**. Toutefois, le temps de trajet plus important entre les pays pétroliers de l'Ouest de l'Afrique et l'Europe ou l'Amérique du Nord relativise le risque sur le premium.

Emirates a ainsi mis en place des partages de code avec South African Airways depuis 1997. Elle dessert directement la Côte d'Ivoire, le Ghana, le Nigéria, l'Angola (Luanda) et a signé fin 2009 un accord de partenariat stratégique avec Sénégal Airlines, la nouvelle compagnie aérienne du Sénégal. À terme, Emirates envisage de faire de **Dakar un hub pour l'Afrique de l'Ouest**. Emirates a également des liaisons vers le Kenya, l'Ouganda, les Seychelles, la Tanzanie, l'Éthiopie, le Soudan, l'Égypte et Maurice. Au Maghreb, Emirates est présente en Libye, en Tunisie, au Maroc et des négociations sont engagées pour que la compagnie de Dubaï ouvre une ligne aérienne vers Alger. De son côté, Gulf Air coopère avec Egyptair depuis 1993 mais également avec Royal Air Maroc. Etihad Airways, après les lignes avec Khartoum et Le Caire, vient de lancer de nouvelles dessertes vers Casablanca, Johannesburg et Le

Cap. Engagée par un code share avec Royal Air Maroc, Etihad Airways arrive à attirer des millions de voyageurs de l'Afrique de l'Ouest vers la région du Golfe et de l'Asie.

Qatar Airways, qui vient d'inaugurer un cinquième vol entre Tunis et Doha, entend renforcer sa présence en Afrique du Nord. Elle assure plusieurs vols par semaine vers Casablanca, Alger, Tripoli, Le Caire, Alexandrie et Louxor. Dans le reste du continent, elle dispose de plusieurs dessertes vers le Soudan, le Kenya, la Tanzanie, les Seychelles, l'Afrique du Sud et le Nigeria. Elle entend également renforcer sa présence en Afrique de l'Ouest et en Afrique centrale.

Les compagnies du Golfe bénéficient aussi de la 5<sup>ème</sup> liberté pour opérer d'une façon plus efficiente en Afrique. Ainsi, avant d'opérer un vol direct vers Tunis, Qatar Airways faisait escale à Tripoli et rapatriait les passagers désirant se rendre à Tunis. Cette pratique découle généralement d'accords bilatéraux et peut induire le paiement de royalties par la compagnie aérienne.

### Destinations africaines

Emirates Destinations	Etihad Airways Destinations	Qatar Airways Destinations	Air France KLM Destinations	Lufthansa Destinations
Abidjan	Alexandria	Alexandrie	Abidjan	Abidjan
Accra	Cairo	Algiers	Abuja	Abuja
Addis Abab	Cape Town	Cairo	Accra	Accra
Cairo	Casablanca	Cape town	Addis Abeba	Addis Abeba
Cape town	Johannesbourg	Casablanca	Agadir	Agadir
Casablanca	Khartoum	Dar es Salaam	Algiers	Algiers
Dakar		Johannesbourg	Antananarivo	Asmara
Dar es Salaam		Khartoum	Bamako	Banjul
Durban		Lagos	Bangui	Bujumbura
Entebbe		Luxor	Brazzaville	Cape Town
Johannesbourg		Nairobi	Cairo	Casablanca
Khartoum		Tripoli	Cape town	Charm el Cheikh
Lagos		Tunis	Casablanca	Conakry
Luanda			Conakry	Cotonou
Nairobi			Cotonou	Dakar
Tripoli			Dakar	Dar es Salaam
Tunis			Dar es Salaam	Djerba
			Djerba	Douala
			Djibouti	Entebbe
			Douala	Freetown
			Enfidha	Hurghada
			Entebbe	Johannesbourg
			Fez	Khartoum
			Johannesbourg	Kigali
			Kano	Kinshasa
			Khartoum	Cairo
			Kilimandjaro	Liberville
			Kinshasa	Lomé
			Lagos	Luanda
			Le caire	Lagos
			Liberville	Malabo
			Lomé	Marrakech
			Luanda	Marsa Alam
			Malabo	Mombasa
			Marrakech	Monrovia
			Mauritius	Nairobi
			Mombasa	Ougadougou
			Monastir	Point-Noire
			Nairobi	Port Harcourt
			N'Djamena	Tripoli
			Niamey	Tunis
			Nouakchott	Yaoundé
			Ougadougou	
			Oujda	
			Pointe-Noire	
			Port-Harcourt	
			Rabat	
			Tripoli	
			Tunis	
			Yaoundé	

Tableau 28 – Sources : Oddo Securities, sociétés

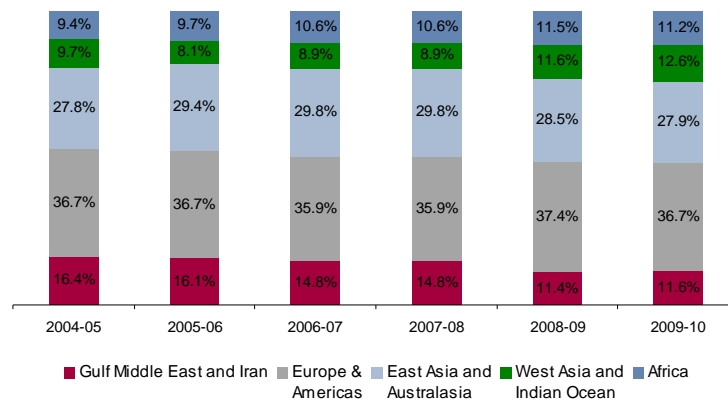
## Une attaque sur des marchés loisirs haut de gamme de niche

En mettant en avant le **confort d'appareils récents et leur qualité de service** (Qatar Airways est l'une des six compagnies noté 5 étoiles par Skytrax pour 2010, Emirates et Ethiad sont notées 4 étoiles au même titre qu'Air France, British Airways ou Lufthansa), **certains acteurs du Golfe se positionnent sur le segment loisir-premium comme les Seychelles** (entre 2 et 5 fréquences hebdomadaires selon la saison pour Emirates) ou l'Australie (entre 2 et 3 rotations quotidiennes sur Sydney, Melbourne, Perth et Brisbane pour Emirates). Sur ce type de destinations, le poids de la composante transport dans le budget global du package voyage reste relativement limité, ce qui permet de générer un yield élevé.

## Une diversion de la croissance moyen terme sur le marché Europe-Asie

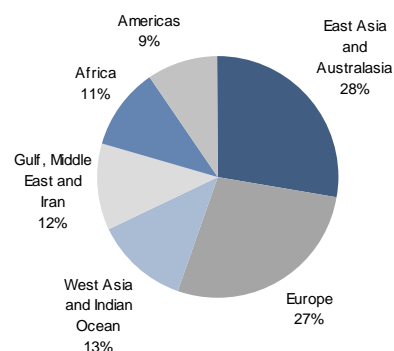
Alors que l'essentiel des capacités des compagnies du Golfe étaient dirigées vers l'Europe ces dernières années, ces transporteurs **accentuent désormais leur positionnement sur l'Asie-pacifique, l'Inde et l'Afrique**. Le risque pour les compagnies européennes réside par conséquent dans la **réduction du rythme de croissance du trafic en provenance de ces zones** (Airbus anticipe par exemple un taux de croissance moyen du trafic de 6% en Asie sur la période 2009-2029, de 10% en Inde et de 5.2% en Afrique). À titre d'illustration, la part de marché de la compagnie Air France sur les liaisons Europe-Asie est tombée de 46% à 28% en sept ans.

### Évolution de la répartition géographique des ventes chez Emirates



Grphe 29 - Source : Emirates annual reports

### Répartition des ventes par région chez Emirates (2009-2010)



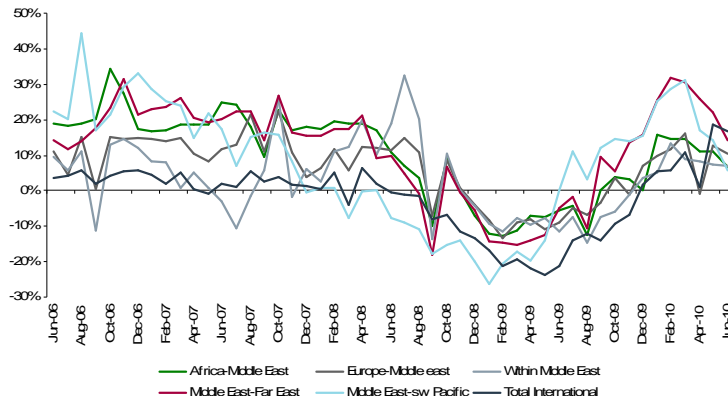
Grphe 30 - Source : EMIRATES annual report

## Une perte de parts de marché sur le segment premium et notamment à destination de l'Amérique du Nord et de l'Asie

*Près de 90% du trafic des principales compagnies du Golfe est réalisé avec des passagers en correspondance contre 52% à Francfort, 38% à Londres Heathrow et 32% à Paris CDG*

Ce risque est d'autant plus grand que les compagnies du Golfe peuvent jouer sur un accord bilatéral plus ouvert en termes de libertés en dirigeant vers leur hub un trafic de connexion important. La plupart des compagnies peuvent ainsi bénéficier de la Sixième liberté de l'OACI qui permet de débarquer (et d'embarquer) dans un État tiers des passagers embarqués dans (à destination de) l'État de la nationalité de l'avion en question. Une partie de la stratégie est basée sur un **effet volume au détriment d'un tarif qui couvre plus ou moins les coûts marginaux**. Rappelons que près de 90% du trafic des principales compagnies du Golfe est réalisé avec des passagers en correspondance contre 52% à Francfort, 38% à Londres Heathrow et 32% à Paris CDG. De par son taux de connexion élevé, la menace est potentiellement plus forte pour Lufthansa.

### Croissance du trafic premium sur les routes du Moyen-Orient

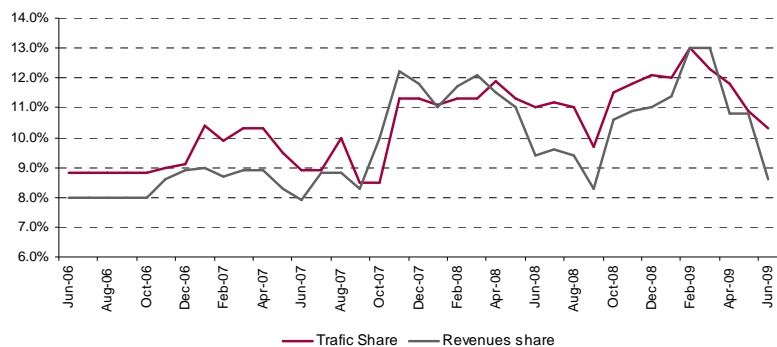


Graph 31 - Source : IATA

*Le Moyen-Orient représente 12.1% du trafic premium mondial mais les gains de parts de marché sont beaucoup plus importants sur le segment économique*

En 2009, le Moyen-Orient représentait, selon IATA, 12.1% du trafic premium mondial (dont 5% pour les seuls flux Europe-Moyen-Orient) et 11% des recettes premium (respectivement, 10.3% et 8.6% en juin 2010). Une part importante de la progression par rapport à 2008 reflète des gains de parts de marché de la part des principaux hubs de la région. Notons toutefois que **les gains sont beaucoup plus importants sur le segment économique que premium** (entre l'Europe et le Moyen-Orient, les passagers éco ont augmenté de 9.6% en 2009 alors que les passagers premium reculaient dans le même temps de 5.9%). C'est en partie pour cette raison que nous pensons que **ce risque doit être relativisé pour les compagnies européennes. La clientèle d'affaires préférera toujours un vol direct et les majors européennes disposent d'un système efficace de contrats corporate et bénéficient de la concentration des flux premium sur quelques routes** (nord-atlantique avec près de 30% des recettes mondiales, Europe-Extrême Orient 14% et entre le nord et le sud Pacifique 14%). Plus les compagnies européennes sont positionnées sur le segment premium, plus le risque de perte de parts de marché nous semble faible.

**Part du Moyen-Orient dans le trafic premium global et les recettes premium globales**



Graphe 32 - Source : IATA

**Une possible alliance ou des partenariats entre acteurs non alignés et une consolidation dans le Golfe**

Les compagnies du Golfe ne font généralement pas partie d'une alliance globale (Emirates, Qatar, Saudi Arabian, Etihad, Gulf Air, ...) compte tenu de leur positionnement géographique ou de la jeunesse de leur activité. Toutefois, une **coopération bilatérale plus intense avec un acteur asiatique ou américain peut apporter un effet de levier supplémentaire** et par conséquent accroître le degré de risque pour les compagnies européennes. En dehors des compagnies à bas coûts, des acteurs comme Malaysia Airlines, China Airlines, Hainan ou encore Jet Airways peuvent être des candidats à un partenariat renforcé.

Le feu vert préliminaire donné récemment par les autorités de la concurrence en Australie (le 23/09/2010) pour la formation d'une alliance entre Virgin Blue, et Etihad et qui devrait accroître les capacités offertes entre l'Australie et Abu Dhabi, rejoint cette perspective.

Compte tenu de la taille du marché "domestique", la surpopulation est évidente et le rapprochement entre les 8 acteurs rationalisera le marché et renforcera les acteurs.

**Récapitulatif de l'exposition des compagnies aériennes européennes aux risques**

	Air France- KLM	Alitalia	British Airways	Iberia	Lufthansa	Finnair	SAS
Création d'une puissance émergente dans le fret	- - -	-	- -	-	- - -		
Émergence d'un hub africain	- - -	- -	-		- - -		
Attaque des marchés loisirs haut de gamme	- -	- -	- -	-	- -	-	-
Captation d'une part de la croissance attendue sur le marché Europe-Asie	- -	-	- -	-	- -	- -	- -
Perte de parts de marché sur le segment premium	- -	-	- -	-	- -	-	-
Possible alliance entre acteurs non alignés	-	-	-	-	-	-	-
Consolidation dans le Golfe	-	-	-	-	-	-	-

Tableau 33 – Source : Oddo Securities

## LUFTHANSA ET AIR FRANCE-KLM : LES ACTEURS LES PLUS A RISQUE MAIS DES CONTRE-FEUX EXISTENT

---

*Les compagnies européennes exposées à l'International sont toutes en concurrence avec les acteurs du Golfe. **Toutefois, de par leur organisation centrée autour d'un hub, du poids de l'activité Cargo (respectivement 11.6% et 8.7% du CA total) mais également de leur forte présence en Afrique, Lufthansa et Air France-KLM sont théoriquement les plus vulnérables.***

*Lufthansa est, selon nous, la compagnie la plus à risque compte tenu de la décentralisation du marché allemand (avec Francfort, Munich, Düsseldorf et maintenant Berlin comme points d'entrée potentiels) et d'une attitude plus "libérale" ou conciliante du gouvernement allemand jusqu'à une période récente qui réduisent les barrières à l'entrée.*

*Air France-KLM reste relativement protégée grâce au rôle central de CDG dans l'accès au marché français et à l'attitude plutôt protectionniste des autorités.*

*La réduction de voilure d'Alitalia et son programme de redressement en cours font également de la compagnie italienne un acteur fragilisé face aux attaques des compagnies du Golfe. Sur les trois dernières années, le vol Milan-Dubaï fait partie des plus fortes progressions du réseau d'Emirates avec une hausse de 60%.*

*De son côté, British Airways reste à nos yeux relativement épargnée grâce à son positionnement plus premium et aux bénéfices de sa récente immunité anti-trust sur le Nord atlantique.*

Plusieurs éléments permettent toutefois de relativiser les conséquences de la concurrence des compagnies du Golfe sur les majors européennes :

### Une évolution de la parité euro/dollar plus favorable

Le dirham des EAU étant indexé sur le dollar (1 \$ = 3.67 Dirhams), le récent mouvement sur la parité euro/dollar (+5% depuis le début de l'année) redonne une bouffée d'oxygène aux compagnies européennes. **Les transporteurs du Golfe avaient en effet pu mettre à profit la faiblesse du dollar depuis 2007 pour accroître leurs gains de parts de marché face aux majors européennes.**

### Un lobbying enfin efficace... au moins à court terme

*Le retour du protectionnisme à court terme...*

Étant donné que les droits de trafic sont toujours négociés d'État à État, les compagnies domestiques ont tout le loisir de présenter leurs arguments à leurs autorités de tutelle afin de restreindre l'accès à leur marché. Si les négociations passées n'avaient pas marqué un mouvement protectionniste notable, **les récentes discussions montrent un changement clair de direction, notamment en Allemagne.**

À titre d'illustration, le bureau fédéral allemand de transport des biens a demandé à Emirates de relever ses tarifs en classe affaires sur trois routes (Francfort-Johannesburg, Hambourg-Singapour et Berlin-Singapour) en la menaçant d'amendes même si dans le cas de la route Francfort-Johannesburg,

Emirates soulignait que les tarifs offerts par British Airways, KLM et Air France étaient significativement plus faibles que les siens.

Mi-juin, le quotidien La Tribune rapportait que les Émirats Arabes Unis avaient refusé de signer le nouvel accord sur les droits de trafic aérien entre la France et les Émirats. La France avait en effet seulement accordé la possibilité pour Emirates d'ouvrir la ligne Dubaï-Lyon alors que la compagnie demandait un troisième vol quotidien vers Paris et les EAU voulaient bénéficier de 7 vols supplémentaires par jour vers la France, soit plus du double du nombre de vols qu'elles assurent aujourd'hui. À ce jour, Etihad n'opère que 10 des 14 vols hebdomadaires qu'elle peut assurer et avec des coefficients d'occupation inférieurs à 70% selon La Tribune. Les autorités françaises ont particulièrement bien utilisé les **rivalités entre les différents émirats** et leurs compagnies (Dubai, Abou Dhabi, Sharjah, ...) pour ralentir les négociations.

Les accords signés entre le Royaume-Uni et les Émirats Arabes Unis ne limitent pas la capacité offerte (l'obtention de slots intéressants à Londres Heathrow reste par contre difficile) mais comportent en revanche toujours des **restrictions tarifaires et des droits associés à la cinquième liberté**.

*... mais le poids du Moyen-Orient dans le carnet d'Airbus offre un réel pouvoir de négociation*

À moyen terme, les EAU conservent tout de même certaines cartes pour briser ce mouvement protectionniste. D'une part, ils peuvent menacer les Européens d'une **annulation de la commande de 118 A350 et d'un passage chez Boeing**. D'autant plus que le constructeur américain vient de prendre la décision de lancer la version **B787-1000** qui correspond mieux aux désirs d'Emirates. Rappelons une nouvelle fois que les compagnies du Moyen-Orient détiennent en direct 45% du carnet de commande de l'A380 et 28% de l'A350. D'autre part, **d'importantes commandes de matériels militaires sont actuellement en cours de négociation** et un accès plus facile à certains aéroports européens pourrait être un facteur supplémentaire d'aide à la décision pour les EAU.

À nos yeux, les tentatives protectionnistes des compagnies européennes ne sont pas soutenables sur le moyen terme et la marche vers la libéralisation du transport aérien se poursuivra. Dans ce cadre, **Lufthansa sera le groupe le plus démuné** notamment en raison de l'accès facilité au marché allemand par plusieurs points d'entrée (Francfort, Munich, Berlin, Düsseldorf).

---

## Remplacement vs croissance

La volonté des compagnies du Golfe de maintenir une flotte jeune va les obliger à **consacrer une partie de leurs futures livraisons au remplacement de leurs plus anciens appareils**. D'après le site airfleets.net, les A330 et les A340 d'Emirates sont en moyenne âgés de, respectivement, 9,4 et 9,5 années, Gulf Air opère des A330 et A340 âgés de, respectivement, 8,9 et 12 années alors que Saudi Arabian Airlines détient encore 22 B747 de 23,8 ans et 23 B777 de 11,6 ans. Les dirigeants d'Emirates ont récemment déclaré que les commandes d'A380 et de B777-300ER serviront à remplacer à partir de février 2011 les anciens A330-200, A340-5/600 et B777 Classics. Le remplacement des B777-300ER ne commencera quant à lui qu'en 2017. **L'accroissement de l'offre de capacités par les compagnies du Golfe proche de 20% en rythme annuel sur les 10 dernières années devrait par conséquent plutôt tendre vers un niveau de 10% sur la prochaine décennie**.

---

## L'Europe, une zone moins prioritaire

Si **l'Europe représente environ 12% de la capacité des principaux acteurs du Golfe**, leurs investissements sont désormais essentiellement tournés vers l'Asie. Comme nous l'avons souligné préalablement (cf. p25), le focus sur l'Asie-Pacifique, l'Inde ou l'Afrique peut toutefois indirectement pénaliser les acteurs européens en captant certains flux de trafic en connexion entre l'Europe et ces trois zones.

Degré de risque pour les compagnies aériennes européennes



Grphe 35 - Source : Oddo Securities

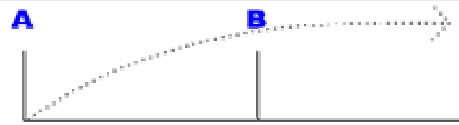
# ANNEXE

La libéralisation à terme de l'espace aérien, dans un contexte de globalisation, devrait accélérer le développement des compagnies aériennes du Golfe si elles viennent à saisir les avantages qu'offrent les trois dernières "Libertés de l'Air".

## Les 9 libertés de l'air

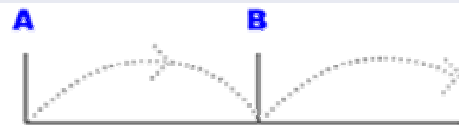
### Première liberté de l'air

Droit ou privilège accordé par un État à un ou plusieurs autres États, dans le contexte de services aériens internationaux réguliers, de **survoler son territoire sans y atterrir**.



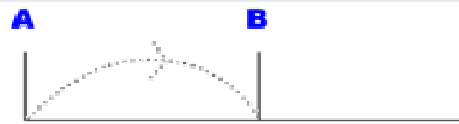
### Deuxième liberté de l'air

Droit ou privilège accordé par un État à un ou plusieurs autres États, **d'atterrir sur son territoire pour des raisons non commerciales**.



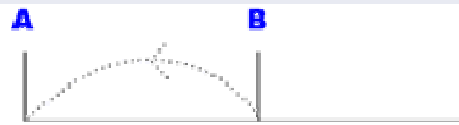
### Troisième liberté de l'air

Droit ou privilège accordé par un État à un autre État, de **débarquer**, dans le territoire du premier État, du trafic en provenance de l'État dont le transporteur a la nationalité.



### Quatrième liberté de l'air

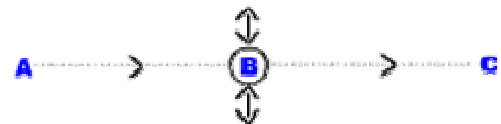
Droit ou privilège accordé par un État à un autre État, **d'embarquer**, dans le territoire du premier État, du trafic à destination de l'État dont le transporteur a la nationalité.



### Cinquième liberté de l'air

Droit ou privilège accordé par un État à un autre État, de **débarquer et d'embarquer**, dans le territoire du premier État, du trafic en provenance ou à destination d'un État tiers.

L'OACI qualifie toutes les "libertés" suivant la cinquième de "soi disant", car seules les cinq premières "libertés" ont été officiellement reconnues en tant que telles au terme d'un traité international.



### Sixième liberté de l'air

Droit ou privilège, de transporter, en passant par l'État dont le transporteur a la nationalité, du trafic entre deux autres États. À la différence des cinq premières libertés, la sixième ne figure pas comme telle dans aucun accord sur les services aériens largement reconnus, tel l'"Accord sur les cinq libertés".



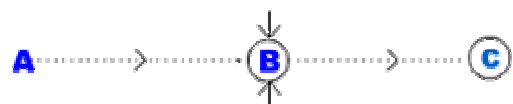
### Septième liberté de l'air

Droit ou privilège accordé par un État à un autre, de transporter du trafic entre le territoire de l'État qui accorde ce droit ou privilège et un troisième État quelconque sans obligation d'inclure dans cette opération un point du territoire de l'État bénéficiaire, ce qui signifie qu'il n'est pas nécessaire que le service soit en correspondance avec un service ou soit un prolongement d'un service à destination ou en provenance de l'État dont le transporteur a la nationalité.



### Huitième liberté de l'air

Droit ou privilège, de transporter du trafic de **cabotage** entre deux points situés à l'intérieur du territoire de l'État qui accorde le droit ou privilège au moyen d'un service qui commence ou se termine dans le territoire de l'État dont le transporteur étranger a la nationalité, ou (en rapport avec la "Septième liberté de l'air") à l'extérieur du territoire de l'État qui accorde le droit ou privilège (on parle aussi de droit de huitième liberté ou "cabotage consécutif").



### Neuvième liberté de l'air

Droit ou privilège de transporter du trafic de cabotage de l'État qui accorde ce droit ou privilège au moyen d'un service effectué entièrement à l'intérieur du territoire de cet État (on parle aussi de droit de neuvième liberté ou cabotage "autonome").

