



Vue d'artiste du M120, le nouveau RER B construit par Alstom.

Leader mondial évoluant sur un marché en croissance cherche solution pour sortir de la crise. C'est l'actuel portrait-robot d'Alstom dont la situation se résume en un adjectif : paradoxale. Côté pile, le géant français du ferroviaire, devenu numéro deux mondial depuis l'acquisition du canadien Bombardier Transport début 2021, multiplie les succès commerciaux. Il a signé pour 45 milliards d'euros de nouvelles commandes en trois ans. Valorisé à plus de 90 milliards, son carnet de commandes XXL représente plus de cinq ans d'activité.

Le constructeur surfe sur un marché dynamique où le train est érigé en solution pour décarboner les transports. Trains, trams, métros... Le marché mondial devrait générer 211 milliards de revenus par an entre 2025 et 2027 (+3% par an), selon l'Union des industries ferroviaires européennes (Unife). Avec une large gamme de produits modernes et un réseau de 250 sites dans 63 pays, au plus proches des clients, Alstom est bien placé pour en profiter.

Côté face, le constructeur est plongé dans une crise financière inédite : il brûle trop de cash, ce qui met sa trésorerie sous tension. Le 4 octobre 2023, Alstom a créé un choc en avouant qu'il s'était trompé dans son objectif de génération de free cash-flow (le flux de trésorerie disponible) pour 2023-2024 (exercice clos fin mars). Cet indicateur sera négatif - entre -500 et -750 millions d'euros -, alors qu'en juillet 2023 le groupe assurait qu'il serait « significativement positif ».

Le free cash-flow est surveillé, car il mesure la différence entre le cash consommé et celui généré par les activités opérationnelles. Il est l'indicateur économique clé de valeur d'une entreprise et de sa capacité à générer du cash. Il permet aussi de juger l'évolution de son besoin de financement. La sanction a été immédiate : le titre a sombré en Bourse (-38% en une séance), sous les 14 euros. Soit son plus bas depuis 1992. Depuis, il oscille autour de 13 euros. Alstom vaut à peine 5 milliards en Bourse.

La valeur a été mise sous surveillance par les agences de notation. Moody's, qui envisage de dégrader Alstom dans la catégorie spéculative, lui a donné jusqu'à septembre 2024, pour redresser la barre. « Notre situation financière liée au cash est essentiellement conjoncturelle. Elle ne provient pas de la découverte de nouvelles difficultés inattendues. Depuis l'acquisition de Bombardier Transport, Alstom améliore de façon continue sa performance opérationnelle, mais il faut faire bien plus encore », explique Henri Poupart-Lafarge, PDG du groupe, au Figaro. « Les investisseurs ont surréagi : le décalage de trésorerie est relatif lorsqu'on le rapporte à la valeur du carnet de commandes et aux plus de 16 milliards de ventes annuelles », estime un banquier de la place.

Pour redresser la situation, le groupe a lancé « un plan d'actions global », qui passe par la suppression de 1500 postes de col blanc, soit 10% des effectifs administratifs dans le monde, et un contrôle resserré des besoins en fonds de roulement (BFR). Afin de renforcer sa structure de bilan, il prévoit des cessions d'actifs, afin d'engranger entre 500 millions à 1 milliard de cash. Parmi les premiers actifs qui devraient être

## Alstom, ce géant du ferroviaire aux pieds d'argile

Véronique Guillermand

Fragilisé par un manque de rigueur dans le pilotage du cash, des programmes en retard, des paiements décalés, le groupe a dû prendre des mesures pour redresser sa situation financière.

cédés : l'activité signalisation aux États-Unis. Si nécessaire, une augmentation de capital de 1 milliard, selon des sources bancaires, est envisagée.

De son côté, le conseil d'administration a décidé de scinder les fonctions de président et de directeur général. Philippe Petitcolin, ex-patron du groupe aéronautique Safran, vient d'être coopté au « board ». Cet industriel aguerri, qui a géré l'intégration de Zodiac au sein de Safran, doit prendre la présidence d'Alstom le 20 juin 2024. Pour certains observateurs, Henri Poupart-Lafarge est désormais en sursis.

Sous sa houlette, Alstom a achevé de régler les problèmes techniques, liés aux contrats de l'ex-Bombardier : par exemple, les performances insuffisantes du système de freinage d'un métro livré à la ville de San Francisco, ce qui avait stoppé les livraisons. Le constructeur a aussi stabilisé la qualité des produits sortis d'usine et il a déployé ses process au sein du périmètre de l'ex-Bombardier afin que le groupe fusionne travaille avec les mêmes outils.

Le constructeur prépare l'étape suivante : une restructuration industrielle en Europe et en Amérique du Nord, qu'il devrait détailler le 8 mai, lors des résultats annuels. « L'appareil de production d'Alstom est mondial, avec des sites dispersés géographiquement, ce qui rajoute de la complexité. Il y a un travail d'analyse à mener pour gagner en flexibilité et en efficacité et pour mesurer quelle est la capacité de l'outil industriel à monter en cadence tout en assurant de bonnes marges à terminaison », analyse Marc Durance, associé au cabinet Indefi.



Essai à La Rochelle du TGV M, le train à grande vitesse de nouvelle génération.

Malgré ces mesures, la défiance subsiste car la crédibilité financière d'Alstom est entachée. « La mauvaise communication sur le free cash-flow est intervenue en plein changement à la direction financière avec le départ de l'ex-responsable fin juillet et l'arrivée de Bernard Delpit, ex-directeur financier de Safran, début juillet, ce qui n'a pas aidé », rappelle un analyste. « Il faut remettre au carré le pilotage financier qui manque de rigueur », jugent sévèrement d'autres experts.

Comment Alstom, qui vient de sortir du CAC 40 au bénéfice d'Accor, en est-il arrivé là ? Pour comprendre, il faut remonter à février 2020. Le groupe annonce son projet de rachat de Bombardier Transport. « À l'époque, Alstom aurait dû faire une augmentation de capital car il était déjà un peu limite en termes d'endettement. Mais ses deux principaux actionnaires - la Caisse des dépôts du Québec (17,4% du capital) et Bpifrance (7,4%) - l'ont refusé. Ce qui aurait évité le dérapage de la dette, qui s'est creusée à 3,6 milliards, depuis 2021 », explique un banquier. Alstom a en effet acheté un acteur aussi gros que lui, pour 5,5 milliards. « Alstom a alors dû faire face à un triple défi : gérer l'intégration de Bombardier et la crise du Covid puis augmenter les cadences de production. C'est quasi-mission impossible pour une organisation industrielle complexe et un management mobilisé par la fusion », analyse Marc Durance.

À cela s'est ajouté le coût des stocks de milliers de pièces, qui composent les trains, qui avaient été gonflés afin de pouvoir augmenter rapidement la production, en sortie de crise sanitaire. Car pendant cette dernière, les usines ont continué à tourner mais les livraisons ont ralenti. D'où un effet de ciseau redoutable : une trésorerie immobilisée mais pas de rentrée d'argent frais. « Le BFR peut varier brutalement en positif ou en négatif. Il s'agit, dans le cas d'Alstom, d'un problème de pilotage et de croissance, en principe temporaire, et pas d'une crise existentielle », assure Marc Durance. L'activité n'est pas menacée. Le groupe dispose de liquidités (3,5 milliards), supérieures à ses besoins, auxquelles s'ajoute une ligne de crédit bancaire de 2,25 milliards, négociée fin octobre 2023. Elle n'a pas vocation à être tirée mais offre un coussin de sécurité.

La crise s'explique aussi, selon plusieurs experts, par un défaut d'explications des ressorts du métier, alors qu'Alstom se compare difficilement avec ses concurrents. Ces derniers sont soit des entreprises d'État, tel le numéro mondial chinois, CRRC, dont les comptes sont opaques, soit des divisions de conglomérats tels que Siemens Mobility ou Hitachi Rail, ou des acteurs de taille moyenne comme l'espagnol CAF et le suisse Stadler.

Industrie lourde à cycle long, le ferroviaire se caractérise par la volatilité du cash. Il s'écoule en moyenne quatre ans entre la signature d'une commande et la livraison, moment où le client règle entre 50% et 60% du prix. Après le versement d'un premier acompte (5% à 10% de la valeur du contrat), plusieurs paiements sont réalisés, dont le pourcentage varie en fonction du client, pendant un à deux ans. Puis, pendant dix-huit mois à deux ans, le contrat entre « dans la vallée de la mort », selon l'expression interne. L'industriel supporte toutes les dépenses sans recevoir de paiement.

Or, de nombreux contrats, signés depuis 2021, affluent dans cette zone aride. Alors que plusieurs livraisons sont en retard, c'est le cas du M120, le nouveau RER B, dont la livraison, prévue fin 2025, a été décalée à début 2027, puis à juin 2027. La raison ? Un crash-test à réaliser sur un passage à niveau, exigé par l'autorité de sûreté ferroviaire, après un accident récent, qui a vu un camion percuter un train sur un passage à niveau. Le choc provoqua la perte de la radio sécurisée, placée dans le nez du train. D'où une homologation rallongée alors que la ligne du RER B ne comporte aucun passage à niveau !

Autre contrat emblématique en retard, le TGV M, le train à grande vitesse de nouvelle génération. « Avec la SNCF, nous avions pour objectif de mettre en service les quatre premières rames pour les Jeux olympiques. Compte tenu des difficultés de développement, notamment au moment du Covid, nous avons dû décaler cette date à 2025 », explique le PDG d'Alstom. La mise au point difficile de la batterie de secours, fournie par Saft, destinée à prendre le relais en cas de coupure électrique, explique aussi le retard. Conséquence : depuis deux ans, Alstom n'a livré aucun TGV à la SNCF, contre 12 livraisons par an en moyenne.

Autre explication aux problèmes d'Alstom, la complexité liée à la variété de ses produits, amplifiée par l'entrée en portefeuille de ceux de l'ex-Bombardier. Aucun produit commun n'a encore été développé. Or, les demandes des clients sont de plus en plus variées. « Depuis l'ouverture à la concurrence du rail, les régions cherchent à limiter leur dépendance aux opérateurs historiques et montent en compétences sur la spécification de leurs TER. Ce qui peut générer une diversité de la demande qui oblige le constructeur à faire plus de sur-mesure générant une complexité industrielle croissante, qui pourrait expliquer en partie des retards de livraison », analyse Delphine Séné, associée au cabinet Alenium Consultants.



Notre situation financière liée au cash est essentiellement conjoncturelle. Elle ne provient pas de la découverte de nouvelles difficultés inattendues

Henri Poupart-Lafarge  
PDG d'Alstom

Dans ce nouveau monde, les règles changent. « Les appels d'offres, les délais et les procédures étaient liés au monopole de la SNCF. Désormais, la pression s'accroît : il faut être capable de s'adapter à des délais de livraison plus courts, explique Delphine Séné. D'où un équilibre à trouver entre des matériels standards sur étagère livrables rapidement et des produits spécifiques aux délais plus longs. »

L'équation se complique en raison de la fragmentation de l'écosystème de sous-traitants. Il est composé d'une kyrielle de petites entreprises aux finances fragiles, qui peinent à s'adapter. Entre 2021 et 2023, Alstom a augmenté de 50% sa production de trains, de 3200 à 4700. « Nos fournisseurs sont soumis à de forte tension. C'est un enjeu majeur et un sujet d'attention quotidien. Nous avons renforcé notre présence à leurs côtés afin de les accompagner », souligne Henri Poupart-Lafarge.

La filière ferroviaire « a vingt ans de retard sur l'aéronautique. La supply chain n'a pas atteint le même degré de maturité et ne compte pas de fournisseurs de premier rang à dimension mondiale », juge Marc Durance. Le marché compte deux grands fournisseurs : l'allemand Knorr-Bremse (7,9 milliards de ventes), leader des freins ferroviaires, et l'américain Wabtec (3,3 milliards de ventes), spécialiste des systèmes électriques (climatization, électronique embarquée...). Or, Alstom achète plus de 60% de la valeur ajoutée de ses trains. Pour réussir sa sortie de crise, le groupe devra aussi tirer vers le haut ses fournisseurs, chez qui se loge une partie de sa rentabilité. ■

### CHIFFRES CLÉS au terme du 3<sup>e</sup> trimestre de l'exercice 2023-2024

**13,8**  
milliards d'euros  
de nouvelles commandes

**90,3**  
milliards d'euros, la valeur  
du carnet de commandes,  
à fin décembre 2023

**12,7**  
milliards d'euros  
de chiffre d'affaires

**2**  
milliards d'euros, le montant  
du plan de désendettement