

Résultats financiers

L'affaiblissement du marché et l'environnement commercial difficile au cours de l'année 2003 ont entraîné une baisse des prix moyens et des revenus des services de navettes malgré une hausse des volumes des navettes camions. Le chiffre d'affaires atteint 813 millions d'euros, en diminution de 5 % par rapport à 2002. Les charges d'exploitation sont restées stables. Le bénéfice d'exploitation s'est élevé à 248 millions d'euros. Les frais financiers, reflétant un taux d'intérêt moyen de 4,9 %, augmentent de 9 millions d'euros par rapport à 2002, en raison d'une réduction non récurrente l'an dernier. La perte sous-jacente ressort à 208 millions d'euros. Le résultat net avant dépréciation exceptionnelle s'établit à une perte de 44 millions d'euros et comprend un bénéfice exceptionnel de 165 millions d'euros provenant d'opérations financières. La perte nette après dépréciation exceptionnelle de 1 845 millions d'euros s'établit à 1 889 millions d'euros, suite à l'application de la norme IAS36 (équivalente à la norme FRS11 applicable au Royaume-Uni) au 31 décembre 2003.

Afin de permettre une comparaison entre 2003 et 2002 en livres et en euros, le résultat d'exploitation de 2002 a été recalculé au taux de change utilisé pour les résultats de 2003 (1 £ = 1,435 €) comme décrit dans le tableau ci-dessous.

Produits d'exploitation

Le chiffre d'affaires de 813 millions d'euros a diminué de 5 %. Le chiffre d'affaires de l'activité navettes de 444 millions d'euros, a diminué de 11 %, à taux de change constant, en raison principalement de prix moyens en baisse tant dans l'activité camions que dans l'activité voitures, compensant ainsi l'impact de l'augmentation du trafic camions. Les revenus des réseaux ferroviaires sont toujours protégés jusqu'en novembre 2006 par les paiements des charges minimales d'utilisation garantis par le contrat d'usage. Ils s'élèvent à 333 millions d'euros en légère progression en raison de l'inflation, dont 111 millions d'euros au titre de la clause de garantie minimale.

36 millions d'euros de chiffre d'affaires ont été générés en 2003 par les activités hors transport dont la distribution, les télécommunications et les ventes de terrains au Royaume-Uni. Cette dernière activité a généré 11 millions d'euros de recettes.

Les autres produits d'un montant de 25 millions d'euros, comprennent notamment une reprise de provision pour grosses réparations. L'augmentation de cette reprise de provision compense l'augmentation des charges d'exploitation liées à la réfection à mi-vie de la flotte de navettes au cours de 2003.

Les produits d'exploitation s'élèvent à 838 millions d'euros, en baisse de 4 % par rapport à 2002.

Résultat d'exploitation

Le bénéfice d'exploitation de 248 millions d'euros a diminué de 18 %. Les charges d'exploitation sont restées stables à 372 millions d'euros. L'augmentation des primes d'assurances et des coûts de maintenance liés à la réfection mi-vie de la flotte de navettes a été compensée par des réductions de coûts en particulier des coûts d'énergie. L'augmentation du coût des ventes résulte des ventes de terrains réalisées au cours de l'exercice.

Le poste amortissements et provisions augmente de 6 millions d'euros pour atteindre 205 millions au titre de l'exercice 2003 en raison de charges d'amortissements plus élevées.

Frais financiers

En 2003, les charges d'intérêts nettes s'élèvent à 456 millions d'euros reflétant un taux d'intérêt moyen de la dette de 4,9 %. Les charges d'intérêts de 2002 avaient enregistré, à taux de change constant, une réduction non récurrente de 25 millions d'euros résultant des opérations financières réalisées l'année dernière. Les rachats de dette effectués en 2003 ont permis une réduction de frais financiers de 16 millions d'euros comparés à 2002.

Résultat net

Le résultat net avant dépréciation exceptionnelle s'établit à une perte de 44 millions d'euros

Le bénéfice exceptionnel de 165 millions d'euros comprend le bénéfice résultant de l'achat de trois sociétés de leasing, ainsi que le profit généré par les rachats de dettes avec décote importante effectués grâce aux recettes des opérations de leasing.

Dépréciation exceptionnelle

La détermination de la valeur d'utilité des actifs du groupe a été réalisée conformément à la norme IAS36 (équivalente à la norme britannique FRS11) qui compare la valeur nette comptable des actifs avec la valeur des projections de flux d'exploitation futurs actualisés, et a entraîné la comptabilisation d'une dépréciation exceptionnelle de 1,8 milliard d'euros. Cette dépréciation exceptionnelle a été comptabilisée au compte de résultat et réduit les fonds propres au 31 décembre 2003 du même montant.

Cette dépréciation exceptionnelle n'altère pas la situation de trésorerie du Groupe et n'affecte pas les obligations contractuelles liées à la dette.

Le résultat net 2003, après dépréciation exceptionnelle, ressort à une perte de 1 889 millions d'euros par rapport à un profit de 508 millions d'euros l'année précédente.

Trésorerie et couverture des intérêts

La trésorerie d'exploitation s'élève en 2003 à 446 millions d'euros. L'essentiel de la réduction par rapport à 2002 est due à la diminution des revenus de l'activité navettes, le reste étant dû à des variations de change et des fonds de roulement.

Les dépenses nettes d'investissements ont diminué, passant de 63 millions d'euros en 2002 à 35 millions d'euros en 2003. Ainsi, le flux de trésorerie nette après investissements s'élève à 411 millions d'euros.

Le taux de couverture des intérêts après investissements (trésorerie d'exploitation après investissement rapportée à la charge nette d'intérêts) est de 90 %. En 2002, ce taux était de 102 % et incluait une réduction non récurrente de 25 millions d'euros résultant des opérations financières (réalisées l'année dernière).

Les produits nets d'opérations financières d'un montant de 29 millions d'euros proviennent des rachats des sociétés de leasing au Royaume-Uni. La variation de 95 millions d'euros des emprunts et autres immobilisations financières résulte des rachats de dette en 2003.

Compte de résultat

en millions d'euros	2003 réalisé	2002 recalculé	2003/2002 % variation	2002 publié
Taux de change €/£	1,435	1,435		1,573
Navettes Eurotunnel	444	501	- 11 %	523
Chemins de fer	333	326	+ 2 %	342
Activités transport	777	827	- 6 %	865
Activités hors transport	36	30	+ 20 %	32
Chiffre d'affaires	813	857	- 5 %	897
Autres produits	25	17		17
Produits d'exploitation	838	874	- 4 %	914
Coûts des ventes	(13)	(3)		
Charges d'exploitation	(372)	(371)	0 %	(389)
Marge d'exploitation	453	500	- 9 %	525
Amortissements et provisions	(205)	(199)		(199)
Résultat d'exploitation	248	301	- 18 %	326
Frais financiers	(456)	(447)		(470)
Perte sous-jacente	(208)			(144)
Pertes de change	(1)			(34)
Bénéfice exceptionnel	165			686
Résultat net avant dépréciation exceptionnelle	(44)			508
Dépréciation exceptionnelle	(1 845)			
Résultat net	(1 889)			

Trésorerie

en millions d'euros	2003 réalisé	2002 publié
Taux de change €/£	1,419	1,537
Trésorerie d'exploitation	446	535
Investissements	(35)	(63)
Flux de trésorerie après investissements	411	472
Frais financiers nets payés	(394)	(381)
Variation autres immobilisations financières	(2)	-
Variation de trésorerie liée aux instruments de couverture	-	4
Produits nets d'opérations financières	29	13
Variation emprunts et autres immobilisations financières	(95)	16
Produits d'émission d'actions		1
Variation de la trésorerie disponible	(51)	125
Couverture d'intérêts avant investissements	98 %	116 %
Couverture d'intérêts après investissements	90 %	102 %

ANALYSE FINANCIÈRE

Structure de financement

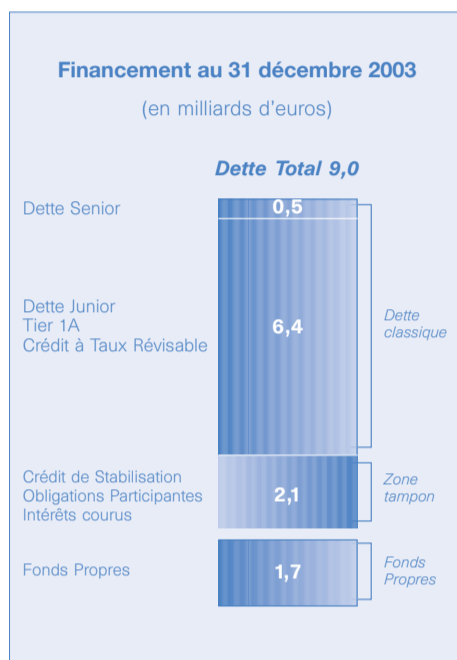
Le financement d'Eurotunnel est composé de trois parties principales - la Dette classique, une Zone tampon et les Fonds Propres.

La Dette classique d'un montant de 6,9 milliards d'euros comprend 0,5 milliard d'euros de Dette Senior et de 4^e tranche, 4,6 milliards d'euros de Dette Junior et 1,1 milliard d'euros de Dette Tier 1A, et 0,7 milliard d'euros de crédit à taux révisable.

Aucun instrument de la dette d'Eurotunnel ne vient à échéance avant 2006. Les remboursements de la Dette Junior sont programmés pour débuter en 2007 par un remboursement de 46 millions d'euros.

La Zone tampon d'un montant de 2,1 milliards d'euros comprend 721 millions d'euros de tirages sur le Crédit de Stabilisation, qui peut être utilisé pour couvrir la charge d'intérêts ne pouvant être réglée en numéraire en 2004 et 2005. Les Avances de Stabilisation portent intérêt à 0 % jusqu'en 2006. Eurotunnel a la possibilité de convertir les Avances de Stabilisation¹ existantes à fin 2005 en Unités, afin d'aider la société à gérer sa situation financière à la fin de la période de stabilisation. A la lumière des perspectives actuelles, et des conditions attractives de cette conversion, le Groupe estime qu'il sera amené à recommander aux actionnaires la conversion de toutes ces Avances. La décision finale n'a toutefois pas à être prise avant 2005. Cette Zone tampon inclut également les Obligations Participantes qui portent intérêt fixe à 1 % jusqu'en 2006.

La troisième part de cette structure de financement est constituée par les fonds propres, qui au 31 décembre 2003 s'élèvent à 1,7 milliard d'euros après dépréciation exceptionnelle. Le 31 décembre 2003, Eurotunnel a procédé, au remboursement de ses Obligations Remboursables en Unités («ORU») encore en circulation, par voie d'émissions d'Unités nouvelles. Les ORU en circulation ont été remboursées sur la base de 1,01 Unité nouvelle par ORU détenue. Eurotunnel a, en conséquence, émis un total de 183 134 565 Unités nouvelles, représentant environ 7,75 % du capital d'Eurotunnel avant émission. Les Unités nouvelles confèrent les mêmes droits que les Unités déjà en circulation et sont cotées à Paris, Londres et Bruxelles.



1. En se basant sur le montant de 721 millions d'euros d'Avances de Stabilisation échues au 31 décembre 2003, une telle conversion aboutirait à la création de 426 millions de nouvelles Unités au taux de conversion fixe de € 1,69 au taux de change 1 £ / € 1,419. Ceci représenterait 14 % du montant total d'Unités en circulation après conversion des Obligations Remboursables en Unités à la fin de l'année et une réduction des frais financiers d'environ 40 millions d'euros par an à partir de 2006. Le nombre d'Unités serait alors de 2 972 millions d'Unités.

Opérations financières

Au cours de l'année 2003, Eurotunnel a racheté 3 sociétés de leasing en Angleterre qui ont dégagé un montant de 35 millions d'euros en numéraire. Ces montants et le solde disponible des opérations antérieures ont permis le rachat de 219 millions d'euros de dettes. Ces opérations réduiront la charge d'intérêts annuels d'environ 6 millions d'euros.

Situation financière

L'exercice 2003 a vu une diminution des revenus, principalement due à une baisse des prix moyens du fait que les opérateurs ont cherché à maintenir leur volume de trafic sur des marchés dont la croissance était nettement ralentie.

Eurotunnel poursuit activement l'exploration de solutions aux problèmes structurels fondamentaux du transport ferroviaire transmanche. Ceci impliquerait le réalignement des intérêts des acteurs de l'industrie ferroviaire transmanche concernées au sein d'une structure financière stable afin de permettre le développement du trafic des trains de passagers et des trains de marchandises.

Ce projet visant à améliorer la situation financière du Groupe et à mettre en place un financement solide et durable dans l'intérêt des actionnaires n'a pas été pris en compte pour l'établissement des comptes 2003, en particulier pour le calcul de la valeur des actifs.

Les conséquences financières des projections établies à la lumière des résultats de 2003 et des perspectives actuelles sont les suivantes :

SITUATION DE TRÉSORERIE :

- La situation de la trésorerie d'Eurotunnel reste solide jusqu'à la fin 2005, puisque les intérêts qui ne pourront être payés en numéraire peuvent être réglés par l'émission d'Avances de Stabilisation qui ne portent pas intérêts avant 2006 ;

- Tel que mentionné ci-dessus, le Groupe sera amené à recommander aux actionnaires la conversion de toutes les Avances de Stabilisations en Unités. La décision finale n'a toutefois pas à être prise avant 2005.

INCERTITUDES :

Continuité d'exploitation

La validité du principe de continuité d'exploitation après 2006 dépend de la capacité du Groupe à mettre en place un refinancement ou, à défaut, d'obtenir un accord des Prêteurs dans le cadre des Conventions de Crédit actuelles avant 2007.

Valeur des actifs

L'évaluation des actifs immobilisés du Groupe a été effectuée conformément à la norme IAS36 (équivalente à la norme FRS11 appli-

cable au Royaume-Uni) qui prévoit la comparaison de la valeur nette comptable des actifs avec la valeur des projections de flux d'exploitation futurs actualisés.

L'application de cette norme au 31 décembre 2003 fait ressortir une valeur d'utilité des actifs inférieure de 1,8 milliard d'euros à leur valeur nette comptable. Cette valeur d'utilité correspond à un taux d'actualisation implicite de 7 %. Sur cette base, une dépréciation exceptionnelle du même montant a été comptabilisée.

La dépréciation exceptionnelle enregistrée au compte de résultat vient en réduction des capitaux propres au 31 décembre 2003 et réduira dans le futur les charges annuelles d'amortissement d'environ 25 millions d'euros.

L'augmentation du taux d'actualisation implicite (7 %) par rapport à 2002 (6 %) traduit la réduction des flux futurs d'exploitation établie à la lumière des résultats de 2003, et leurs conséquences sur la capacité d'endettement du Groupe, ainsi que l'augmentation des taux de marché.

Le taux d'actualisation implicite a été déterminé, conformément à la norme, selon la méthode «Adjusted Present Value» et sur le principe selon lequel les actifs du Groupe constituent une unité génératrice de trésorerie unique. La méthode repose sur la prise en compte d'hypothèses de flux futurs d'exploitation et de niveaux d'endettement sur la durée de la Concession, ainsi que de taux de marché.

La valeur d'utilité a été calculée dans le contexte de l'incertitude relative à la continuité d'exploitation et sur la base des cash-flows d'exploitation des contrats en vigueur. La valorisation repose aussi sur un niveau d'endettement inférieur de 1,9 milliard d'euros au niveau actuel et impliquant une augmentation équivalente du capital.

Dans le cadre de la poursuite des contrats en vigueur, toutes choses égales par ailleurs, les niveaux d'endettement envisageables ne conduisent pas à un taux d'actualisation implicite supérieur à 7,5 %.

Des changements relativement mineurs des hypothèses retenues amèneraient des modifications matérielles à cette valorisation. A titre illustratif, une variation de 0,1 % du taux d'actualisation implicite entraînerait une variation de la valeur d'utilité d'environ 230 millions d'euros.