

14 septembre 2016

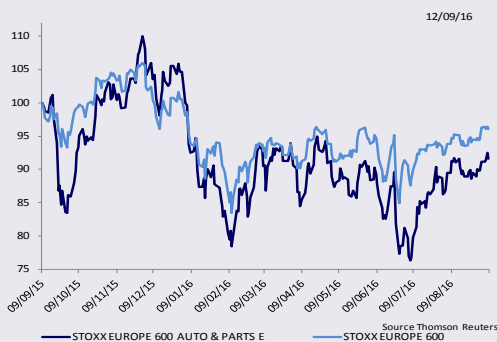
L'innovation sinon rien

## Equipementiers Automobile

FAURECIA	ACHAT	47EUR
<b>Initiation de couverture</b>		
Bloomberg	EO FP	Reuters EPED.PA
Cours	36.29EUR	+Haut/+Bas 37.295/26.38
Capi. boursière	5 004 MEUR	Val. Entreprise 5 808 MEUR
PE (2016e)	9,8x	EV/EBIT (2016e) 6,2x
<b>HELLA</b>	<b>ACHAT</b>	<b>45EUR</b>
<b>Initiation de couverture</b>		
Bloomberg	HLE GR	Reuters HLE.DE
Cours	36.67EUR	+Haut/+Bas 39.3/27.73
Capi. boursière	4 074 MEUR	Val. Entreprise 4 099 MEUR
PE (2016e)	11,5x	EV/EBIT (2016e) 9,2x
<b>PLASTIC OMNIUM</b>	<b>ACHAT</b>	<b>36EUR</b>
<b>Initiation de couverture</b>		
Bloomberg	POM FP	Reuters PLOF.PA
Cours	28.605EUR	+Haut/+Bas 31.185/20.1
Capi. boursière	4 362 MEUR	Val. Entreprise 4 840 MEUR
PE (2016e)	13,5x	EV/EBIT (2016e) 9,1x
<b>VALEO</b>	<b>NEUTRE</b>	<b>49EUR</b>
<b>Initiation de couverture</b>		
Bloomberg	FR FP	Reuters VLOF.PA
Cours	49.74EUR	+Haut/+Bas 49.74/34.8663
Capi. boursière	11 857 MEUR	Val. Entreprise 13 962 MEUR
PE (2016e)	13,7x	EV/EBIT (2016e) 11,4x

Nous initions la couverture du secteur automobile à travers les équipementiers *Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo*, quatre acteurs présents sur des marchés à fort potentiel. Autrefois considéré comme vieillissant et à faible valeur ajoutée, le secteur rentre actuellement dans un cycle structurellement transformant pour les acteurs historiques au profit des acteurs plus innovants et plus technologiques et au profit de leurs « pricing power » et de leurs marges.

- **Vers un ralentissement du cycle...** Bien que le secteur automobile rentre dans une période de ralentissement après avoir délivré un TCAM de 3% sur 2007-15 (*en volumes*) nous estimons que le marché devrait continuer à croître sur 2016-18, mais à un rythme plus faible (+1,9%/an). Cette croissance devrait principalement être tirée par le développement des classes moyennes dans les pays émergents, tandis que les pays matures devraient progressivement pâtir d'un changement culturel vis-à-vis de la mobilité automobile (*covoiturage, partage de véhicules...*), après avoir bénéficié d'un effet rattrapage depuis la crise.
- **...Mais vers plus de contenu, et plus de technologie...** Après le divertissement, l'information et les services, c'est au tour de l'industrie automobile de subir l'ère du numérique, bousculant son usage mais également son modèle économique. Les constructeurs n'ont ainsi d'autres choix que d'investir avec les équipementiers dans la voiture connectée et la voiture autonome impliquant plus de contenu et plus de technologie par véhicule qu'autrefois (*plus de caméras, de capteurs, de systèmes d'aide à la conduite*). Le développement des véhicules moins et/ou totalement décarbonés devrait également se faire au profit des équipementiers offrant des solutions de réduction de poids et/ou de réduction d'émissions de CO<sub>2</sub>/de particules.
- **...Au profit des équipementiers:** Nous estimons que certains équipementiers devraient ainsi bénéficier de l'accroissement en valeur du contenu par véhicule leur permettant de générer plus de croissance que le marché et d'accroître leurs marges. Avec en moyenne un TCAM sur le CA à 7,4% et une amélioration de la marge de 30pb sur la période 2016-2018, **Faurecia, Hella, Plastic Omnium** et **Valeo** font partie intégrante de cette catégorie. Dans ce rapport nous initions **Faurecia** (FV à €47), **Plastic Omnium** (FV à €36) et **Hella** (FV à €45) à l'Achat et initions **Valeo** avec un Neutre (FV à €49).



**Analyst:**  
**Xavier Caroen**  
 33(0) 1.56.68.75.18  
 xcaroen@bryangarnier.com

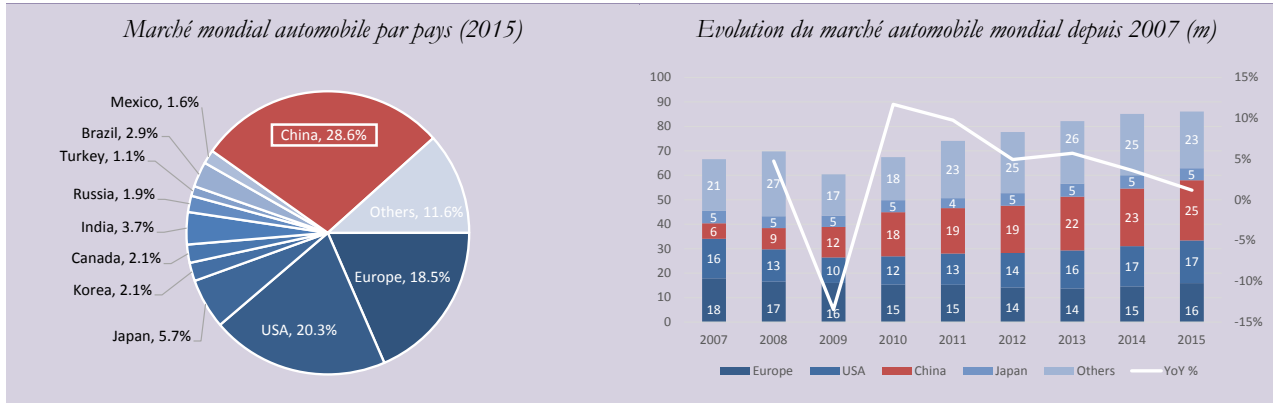
**Research assistant:**  
 Clément Genelot

## Sommaire

<b>1. Le marché automobile en six graphes.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Une équation à trois inconnues.....</b>	<b>4</b>
<b>3. Une croissance relativement anémique.....</b>	<b>5</b>
3.1. Les pays matures en croissance depuis 2009-10.....	7
3.1.1. Un marché américain proche de son plus haut historique.....	8
3.1.2. Un marché européen encore en rattrapage, mais jusqu'à quand?.....	12
3.1.3. Marché japonais.....	17
3.2. ...Mais plus pour très longtemps.....	19
3.2.1. La Chine, le nouveau marché dominant.....	19
3.2.2. Brésil et Russie, deux pays à fort potentiel mais très volatiles.....	22
3.3. Moins de croissance et peu de «pricing power».....	26
3.3.1. Vers un ralentissement du cycle?.....	26
3.3.2. Toujours plus pour un prix moindre.....	27
3.3.3. La traditionnelle guerre des prix n'aide pas.....	28
<b>4. Seule l'innovation fait la différence.....</b>	<b>30</b>
4.1. De la sécurité passive à la sécurité active.....	30
4.2. De la voiture connectée à la voiture autonome.....	32
4.3. Vers des voitures de plus en plus propres.....	40
4.4. Un avenir pour le véhicule décarboné?.....	45
4.4.1. Un démarrage encore très timide mais qui profite aux équipementiers.....	47
4.4.2. Encore des désaccords sur la technologie de demain.....	48
4.5. Des catalyseurs également identifiés chez les fabricants de semi-conducteurs.....	49
4.6. Des innovations principalement dans les mains des équipementiers.....	51
4.6.1. Plus de dépenses R&D... ..	51
4.6.2. ...pour plus de marges.....	52
<b>5. Conclusion.....</b>	<b>53</b>
5.1. De la croissance en perspective, surtout chez les équipementiers.....	53
5.2. Un secteur de plus en plus technologique.....	54
5.3. Nous sommes positif sur le segment des équipementiers.....	55
<b>Faurecia (Fair Value 47EUR, ACHAT).....</b>	<b>59</b>
Transformers.....	59
<b>Hella Fair Value 45EUR, ACHAT).....</b>	<b>101</b>
Sous les projecteurs.....	101
<b>Plastic Omnium (Fair Value 36EUR, ACHAT.....</b>	<b>135</b>
Dans la cour des grands.....	135
<b>Valeo (Fair Value 49EUR, NEUTRE).....</b>	<b>177</b>
La "French Tech".....	177
<b>Bryan Garnier stock rating system.....</b>	<b>219</b>

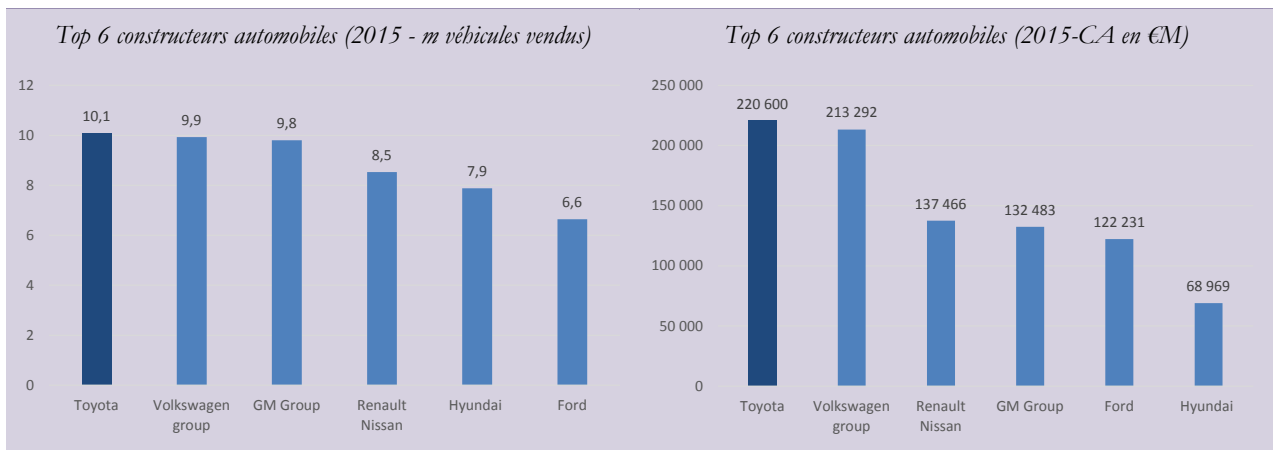
# 1. Le marché automobile en six graphes

**Fig. 1: Un marché en croissance depuis 2009, tiré par la Chine principalement**



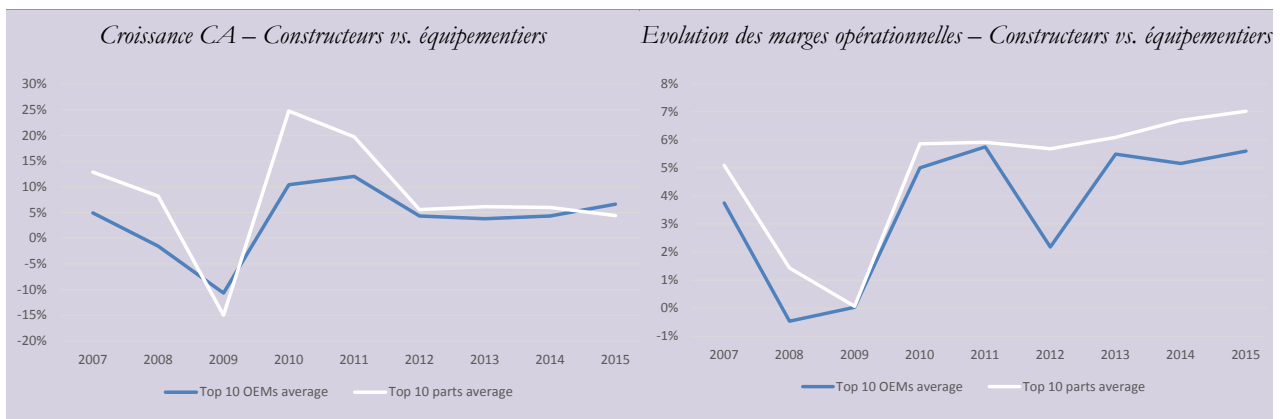
Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: Pas de constructeurs français dans le top 3 (en volumes)**



Source: Statistica 2016; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 3: Plus de création de valeur chez les équipementiers**



Source: Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

## 2. Une équation à trois inconnues

Comme beaucoup d'autres industries B to C, il est important d'avoir en tête que les chiffres d'affaires des différents acteurs du secteur automobile, et donc logiquement les BPA (*au-delà des drivers de croissance des BPA propres à la structure de l'entreprise*) sont tirés par **trois inconnues**: **1/ le volume de véhicules/pièces/ équipements vendus**, **2/ le prix moyen auquel ces véhicules/pièces/équipements ont été vendus** et par **3/ l'évolution du mix produit**.

Ainsi en fonction du positionnement géographique, du positionnement prix et de la stratégie produit, la croissance du chiffre d'affaires de chaque acteur (*constructeurs, équipementiers ou pneumaticiens*) sera supérieure ou non à celles de ses concurrents, et/ou à celle de la moyenne du secteur et déterminera si l'acteur en question a gagné ou perdu des parts de marché dans un marché que nous estimons en croissance sur les prochaines années.

Dans ce rapport d'initiation sur le secteur automobile et plus particulièrement sur les équipementiers automobiles européens **Faurecia, Plastic Omnium, Valeo** et **Hella**, nous étudions en détails ces trois inconnues, afin de mieux appréhender les tendances du secteur mais également afin de positionner les différents acteurs du secteur vis-à-vis de ces thématiques de croissance.

Grâce au **déploiement des objets connectés dans le secteur automobile** et aux importantes innovations à l'origine du développement de la **voiture connectée, de la voiture autonome et de la voiture décarbonée**, l'innovation technologique prend une place de plus en plus importante dans un secteur aussi ancien et aussi industriel que celui-ci.

Nous estimons ainsi que le secteur automobile d'une façon générale sera principalement tiré par un **mix produit et un effet prix plus favorable que le cycle précédent** tandis que la croissance venant **des volumes sera plus faible que sur les six dernières années**. Les acteurs les moins innovants, les moins technologiques et disposant d'un faible «pricing power» souffriront ainsi du ralentissement de la demande au niveau mondial les obligeant à optimiser leurs bases de coût et notamment leurs enveloppes de dépenses en R&D au détriment de futures innovations. Au contraire nous estimons que certains acteurs plus innovants et plus technologiques, **notamment les équipementiers automobiles**, devraient continuer à surperformer le marché sur les prochaines années. Autrefois élevées, les barrières à l'entrée sur le secteur nous semblent aujourd'hui moins contraignantes et moins intenses en capital, permettant à de nouveaux acteurs de prendre place dans ce marché de croissance.

Avec un TCAM du chiffre d'affaire de **7,6%** attendu en moyenne pour **Faurecia, Hella, Plastic Omnium** et **Valeo** et un gain de **30pb** de marge d'EBIT sur les 3 prochaines années (*2016-18e*) nous estimons que ces quatre valeurs devraient pleinement profiter de l'évolution technologique du secteur ainsi que du fort besoin en solutions permettant la réduction du poids du véhicule, ainsi que la réduction des émissions de CO<sub>2</sub> et de particules NOx.

Dans ce rapport nous initions **Faurecia** (*FV à €47*), **Plastic Omnium** (*FV à €36*) et **Hella** (*FV à €45*) à l'Achat et initions **Valeo** avec un **Neutre** (*FV à €49*).

### 3. Une croissance relativement anémique

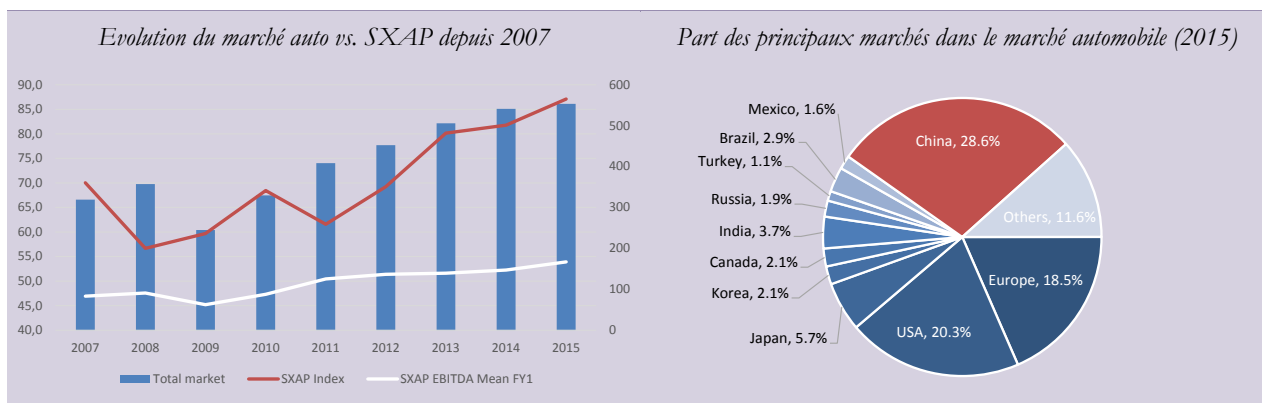
Considéré comme très cyclique et très représentatif de la bonne santé ou non de l'économie d'un pays, le marché automobile était autrefois très exposé aux marchés américain et européen, en ligne avec le poids respectif de ces pays dans le PIB mondial.

Logiquement, depuis que l'Asie et plus particulièrement la Chine sont des moteurs importants de la croissance mondiale, il en est de même pour le marché mondial automobile, en ce qui concerne la part de marché mais également en ce qui concerne les taux de croissance affichés. Fin 2007 le marché des véhicules neufs ne représentait que **67 millions** de véhicules dont **61%** étaient immatriculés dans des pays matures (*Europe, Canada, USA et Japon*) alors que fin 2015 le marché représentait **86 millions** de véhicules dont seulement **47%** étaient immatriculés dans ces mêmes pays matures. Suite à l'évolution de sa classe moyenne et au rattrapage de son taux d'équipement par habitant par rapport aux pays matures, le marché automobile chinois a connu un TCAM de **17%** contre **-1.5%** en Europe, **+1%** aux USA et **+3.3%** au niveau mondial depuis 2007.

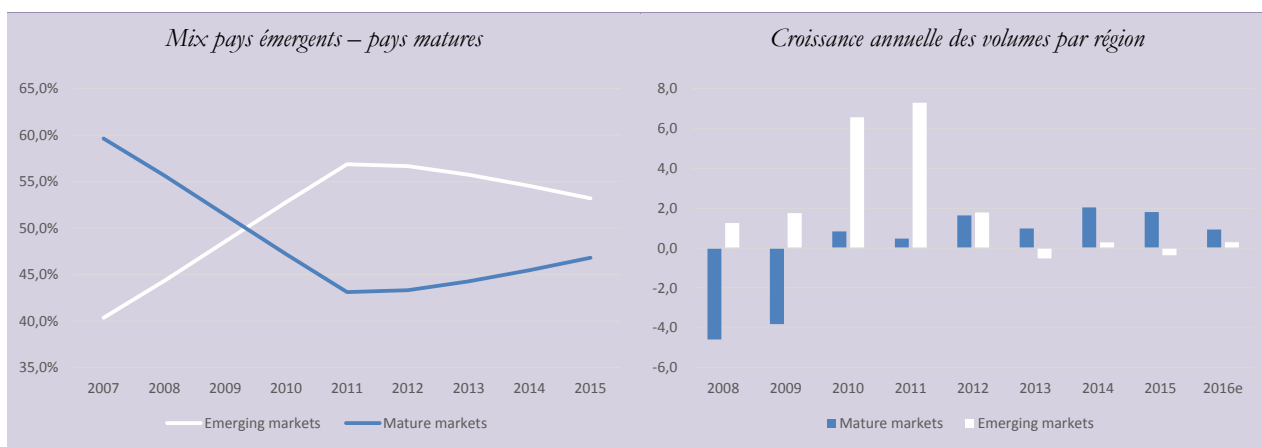
Le secteur automobile est un secteur de croissance au niveau mondial, mais reste extrêmement sensible à l'évolution économique des pays matures et au développement des classes moyennes dans les pays émergents.

Le secteur automobile est donc un **secteur de croissance au niveau mondial**, mais reste extrêmement sensible à l'évolution économique des pays matures et désormais des pays émergents, la crise affectant le renouvellement du parc existant mais également la montée en puissance du taux d'équipement par habitant. La récente crise affectant le secteur pétrolier a ainsi eu des répercussions importantes sur le marché automobile russe et sur le marché automobile d'autres pays producteurs et exportateurs de pétrole réduisant sur 2015 et sur 2016 la part des pays émergents dans le mix. Cette crise, combinée à la récession affectant le Brésil et au ralentissement affectant la Chine due à sa transformation industrielle, a ainsi stabilisé la part des pays émergents dans le mix total du marché, au profit des pays matures qui profitent d'un effet «recovery» depuis 2009-10.

**Fig. 4: Un marché en croissance, dominé désormais par les pays émergents...**



Source: Reuters; Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 5: ...mais qui profite d'un effet « recovery » dans les pays matures**


Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

Cette tendance de retournement de croissance entre les pays émergents et les pays matures devrait perdurer sur 2016, mais devrait s'inverser sur 2017 grâce à un rebond venant des pays d'Amérique du Sud et potentiellement du Brésil et de la Russie (*effet de base favorable*), tandis que nous attendons une croissance dans les pays matures (*Europe et USA*) plus faible qu'en 2015 et 2016 du fait du ralentissement de l'effet «recovery» par rapport à 2009-10. **Dans nos modèles nous retenons une hypothèse de croissance annuelle de 2,4% au niveau mondial pour 2016 et de 1,4% pour 2017.**

Dans nos modèles nous retenons une hypothèse de croissance annuelle de 2,4% au niveau mondial pour 2016 et de 1,4% pour 2017.

**Fig. 6: Demande automobile mondiale – Estimations BG (milliers de véhicule)**

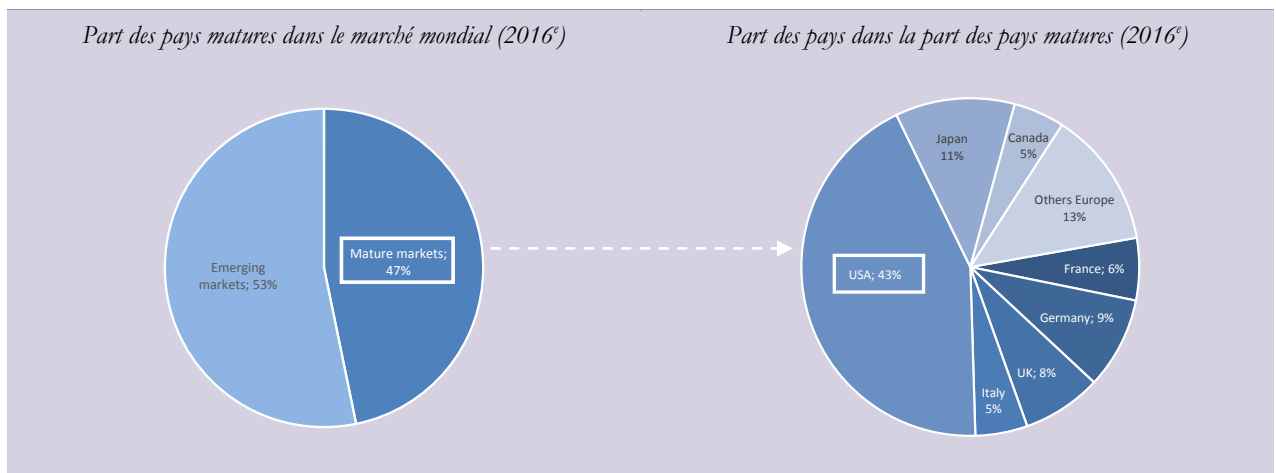
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	YoY	2017e	YoY
<b>Total Europe</b>	<b>17 926</b>	<b>16 574</b>	<b>15 998</b>	<b>15 305</b>	<b>15 247</b>	<b>14 102</b>	<b>13 737</b>	<b>14 544</b>	<b>15 910</b>	<b>16 625</b>	<b>4,5%</b>	<b>16 875</b>	<b>1,5%</b>
o/w Germany	3 376	3 320	3 982	3 119	3 413	3 170	3 271	3 271	3 449	3 604	4,5%	3 658	1,5%
o/w UK	2 752	2 431	2 190	2 262	2 208	2 544	2 806	2 086	3 014	3 120	3,5%	3 151	1,0%
o/w France	2 525	2 510	2 644	2 652	2 633	2 282	2 155	2 168	2 295	2 433	6,0%	2 481	2,0%
<b>Total Eurasia/Euromed</b>	<b>4 669</b>	<b>5 041</b>	<b>2 908</b>	<b>3 504</b>	<b>4 522</b>	<b>5 836</b>	<b>6 478</b>	<b>5 885</b>	<b>5 057</b>	<b>4 692</b>	<b>-7,2%</b>	<b>4 828</b>	<b>2,9%</b>
o/w Russia	2 497	2 896	1 585	1 898	2 678	2 905	2 763	2 471	1 606	1 413	-12,0%	1 484	5,0%
o/w Turkey	594	494	452	765	862	780	853	769	968	920	-5,0%	938	2,0%
<b>Total Americas</b>	<b>5 394</b>	<b>5 484</b>	<b>5 128</b>	<b>5 524</b>	<b>6 503</b>	<b>6 993</b>	<b>6 478</b>	<b>6 495</b>	<b>5 664</b>	<b>5 072</b>	<b>-10,5%</b>	<b>5 252</b>	<b>3,6%</b>
o/w Brazil	2 340	2 661	2 702	3 329	3 424	3 589	3 576	3 341	2 479	1 859	-25,0%	1 952	5,0%
o/w Mexico	1 108	1 025	758	820	906	968	1 070	1 135	1 352	1 487	10,0%	1 561	5,0%
o/w Argentina	534	574	519	634	818	819	917	656	626	638	2,0%	651	2,0%
<b>Total Asia/Africa</b>	<b>23 079</b>	<b>23 079</b>	<b>27 180</b>	<b>33 087</b>	<b>36 444</b>	<b>38 477</b>	<b>38 094</b>	<b>39 173</b>	<b>39 931</b>	<b>41 780</b>	<b>4,6%</b>	<b>42 771</b>	<b>2,4%</b>
o/w China	6 354	8 614	9 433	14 062	16 700	18 209	20 586	22 395	23 609	26 565	8,0%	27 097	2,0%
o/w Japan	5 072	4 849	4 574	4 907	4 130	5 138	5 272	5 490	4 943	4 695	-5,0%	4 766	1,5%
o/w South Korea	1 271	1 214	1 366	1 554	1 577	1 522	1 528	1 636	1 805	1 869	3,5%	1 906	2,0%
o/w India	1 674	1 710	1 968	2 649	2 879	2 995	2 960	2 931	3 118	3 258	4,5%	3 339	2,5%
<b>Total North America</b>	<b>17 837</b>	<b>14 826</b>	<b>11 863</b>	<b>13 056</b>	<b>14 374</b>	<b>16 147</b>	<b>17 361</b>	<b>18 373</b>	<b>19 371</b>	<b>19 834</b>	<b>2,4%</b>	<b>19 508</b>	<b>-1,6%</b>
o/w Canada	1 717	1 613	1 404	1 480	1 596	1 650	1 779	1 850	1 902	2 016	6,0%	2 046	1,5%
o/w USA	16 121	13 213	10 460	11 576	12 778	14 497	15 582	16 524	17 469	17 818	2,0%	17 462	-2,0%
<b>Total PC &amp; LCV market</b>	<b>66 609</b>	<b>69 782</b>	<b>63 078</b>	<b>70 476</b>	<b>78 257</b>	<b>81 679</b>	<b>82 148</b>	<b>84 471</b>	<b>85 933</b>	<b>88 004</b>	<b>-</b>	<b>89 223</b>	<b>-</b>
YoY growth	-	4,8%	-9,6%	11,7%	11,0%	4,4%	0,6%	2,8%	1,7%	<b>2,4%</b>		<b>1,4%</b>	

Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

### 3.1. Les pays matures en croissance depuis 2009-10

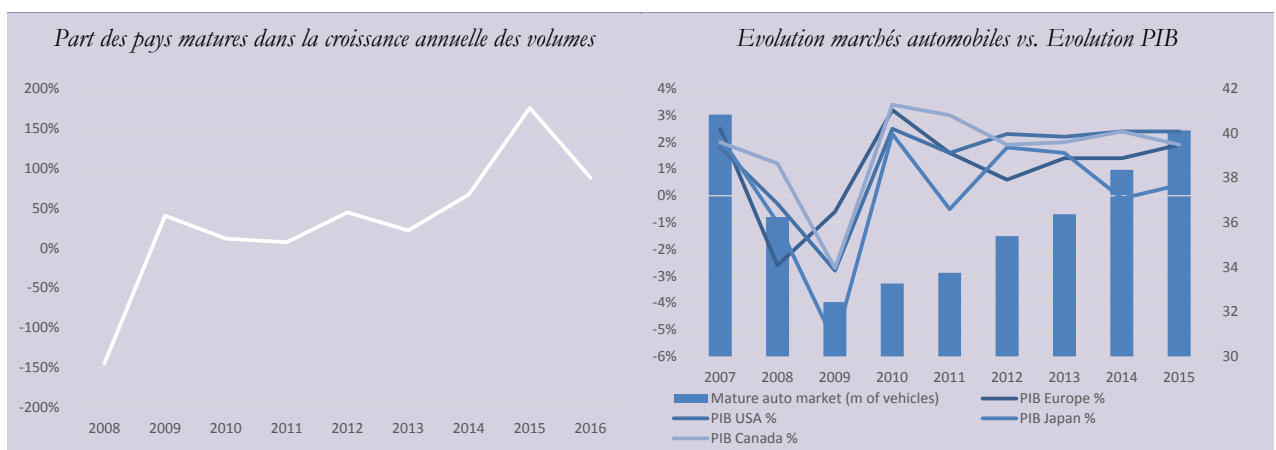
Comme indiqué précédemment, bien qu'ils représentent désormais moins de la moitié du marché automobile mondial, on observe depuis 2009-10 un rebond des immatriculations dans les pays matures (*Europe, USA, Canada et Japon*) en ligne avec le rattrapage de leurs économies respectives. Alors que sur la période 2007-2010 les pays matures étaient la principale origine de la baisse du marché mondial, ils ont contribué respectivement à **22%, 67% et 175%** à la croissance annuelle des volumes du marché en 2013, 2014 et 2015. **Sur 2016 la contribution à la croissance devrait rester supérieure à celle des pays émergents (>80% BGe).**

**Fig. 7: Les pays matures représentent désormais - de 50% du marché mondial...**



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 8: ... mais contribuent fortement à la croissance du marché depuis 2009-10**



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

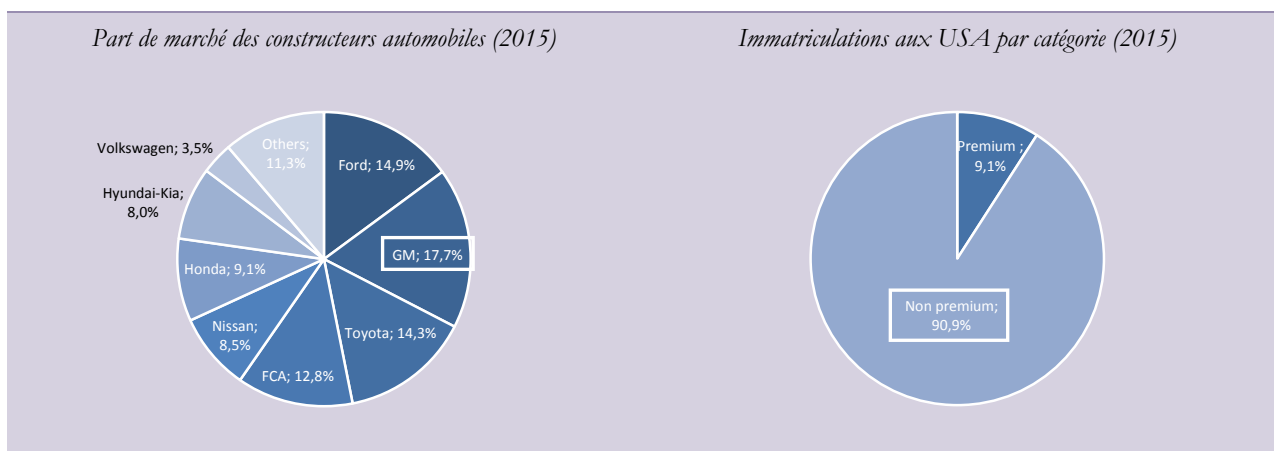
### 3.1.1. Un marché américain proche de son plus haut historique

Jusqu'en 2009, les Etats-Unis s'imposaient en tant que plus grand marché automobile du monde (*en termes d'immatriculations*) avant d'être dépassé par la Chine en **2010** suite à la crise financière qui a touché les principaux pays matures. Avec un taux de motorisation proche de **809 véhicules pour 1 000 habitants**, le pays est le plus équipé du monde et reste ainsi un marché incontournable pour tous les constructeurs et les équipementiers, même si le potentiel de croissance (*volumes*) long terme reste limité.

#### Un marché ouvert aux constructeurs étrangers

Contrairement aux autres principaux marchés automobiles, le marché américain n'est pas dominé par des marques et groupes locaux mais plutôt par les constructeurs étrangers, **allemands et japonais** notamment. Les deux derniers groupes américains **Ford** et **GM** représentent à eux deux à peine **33%** des immatriculations, laissant de la place aux groupes asiatiques (*Toyota, Nissan, Honda et Hyundai-Kia*), allemands (*Volkswagen, BMW, Mercedes*) et italiens (*FCA*) pour entrer dans le Top 10 des constructeurs. Après avoir essuyés des échecs cuisants notamment dans les années 90, les deux marques françaises **Renault** et **Peugeot** n'ont jamais réussi à développer une véritable franchise sur ce marché, même si Renault est présent indirectement à travers Nissan. L'arrivée de **Carlos Tavares** à la tête du groupe PSA pourrait potentiellement redéfinir la stratégie du groupe sur ce marché avec un potentiel déploiement de la marque premium **DS** outre-Atlantique.

**Fig. 9: Un marché dominé par les marques étrangères**



Source: GoodCarBadCar; Bryan, Garnier & Co ests.

La part de marché des constructeurs américains devrait continuer à chuter progressivement sur les prochaines années.

A ce jour, seuls quatre acteurs surpassent les 10% de parts de marché avec GM en tête, leader historique du marché avec près de 18%, suivi par Ford (15%), Toyota (14%) et enfin FCA avec 13%. Bien que le marché des gros véhicules (4x4, pick-up, segment D) ait baissé au profit de segments plus petits comme les cross-overs de taille moyenne, il reste difficile pour un constructeur présent principalement sur les segments de petite taille de survivre sur ce marché. Les fortes contraintes réglementaires concernant les émissions de CO<sub>2</sub> et de Nox devraient continuer à favoriser les constructeurs étrangers moins présents sur les segments SUV et sur les véhicules à grosses cylindrées que les constructeurs américains. **La part de marché des constructeurs américains devrait donc continuer à chuter progressivement sur les prochaines années.**



## Un parc vieillissant, peu diésélisé ...

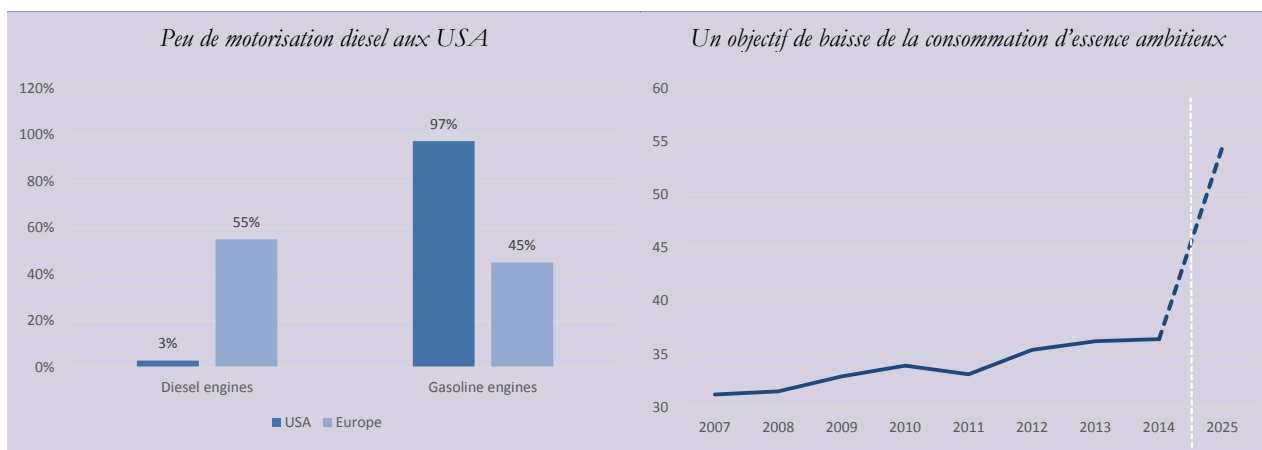
La **flotte américaine en circulation est en constant vieillissement**, passant d'un âge moyen pour les véhicules légers de **10 ans** en 2007 à **11,5 ans** en 2015. A titre d'illustration, IHS souligne que la durée moyenne de détention d'une voiture particulière nouvelle achetée en 2015 a augmenté de **25 mois, à 63 mois**, par rapport à une voiture achetée en 2006. Le **premium perd des parts de marché** parmi les immatriculations de voitures neuves et passe désormais sous la barre des **10% à 9,1%** en 2015, signe que le parc américain, déjà peu «premiumisé», **s'engage un peu plus dans le bas et milieu de gamme**, au profit des constructeurs japonais et américains.

A l'inverse du continent européen, le **diesel reste peu développé** aux Etats-Unis au regard de la pénétration des motorisations diesel au sein du parc des véhicules en circulation, même si cette motorisation était en croissance sur les dernières années. En 2015, le diesel représentait moins de **5%** des immatriculations et reste surtout opéré par le groupe **Volkswagen**. Cette **faible diésélisation historique** fait suite à un lancement difficile des premiers modèles diesel dans les années 1970 et 80, mais est également expliquée par un faible taux de distribution (*une station-service sur deux est équipée pour servir du diesel*) et par un prix au litre plus important (+10/15% en moyenne). **Le récent scandale de Volkswagen devrait avoir un impact négatif sur la demande en motorisation diesel d'une façon générale, en plus d'avoir un impact sur les ventes de la marque VW dans le pays même si certains constructeurs allemands (BMW notamment) estiment que la part de marché du diesel pourrait monter à 10% à la fin de la décennie.**

## ... et moins gourmand en carburant ?

Les Etats-Unis, à travers **l'Agence de protection environnementale** et le **Département du transport**, ont instauré depuis **2012 une loi sur la consommation d'essence des nouveaux véhicules vendus, fixant un seuil minimum à atteindre en 2025**. Ce plan, directement destiné aux constructeurs, vise une efficacité énergétique des nouveaux véhicules vendus d'**au moins 54,5 miles par gallon** d'ici 2025 (*soit 4,3 litres/100km*). Un objectif assez ambitieux qui a récemment été remis en cause par les autorités compte tenu du mix des ventes favorables aux modèles SUV qui sont très consommateurs en carburant, une nouvelle fourchette indicative a depuis été mentionnée entre **50 et 52,6 miles per gallon** (*soit 4,7 à 4,47 litres/100km*). A titre de rappel, les immatriculations de véhicules présentaient en moyenne une efficacité de 36 miles par gallon, i.e. **6,5 litres/100km**, en 2014 aux Etats-Unis, un niveau toujours supérieur à la moyenne européenne de **5,3 litres/100km**.

**Fig. 10: Un parc peu diésélisé qui tend vers moins de consommation de carburant**



Source: GoodCarBadCar; ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.

L'imposition de tels standards, en vue d'une réduction de la consommation d'essence et de la dépendance du pays au pétrole, va augmenter la **pression sur les constructeurs** pour améliorer l'aérodynamisme des structures, pour développer des véhicules plus légers et/ou des moteurs de taille réduite et moins consommateurs.

Des **technologies dans lesquelles les groupes européens ont déjà développé une forte expertise**. Ces objectifs pourront également être atteints grâce au déploiement de véhicules électriques et hybrides dans le parc automobile américain.

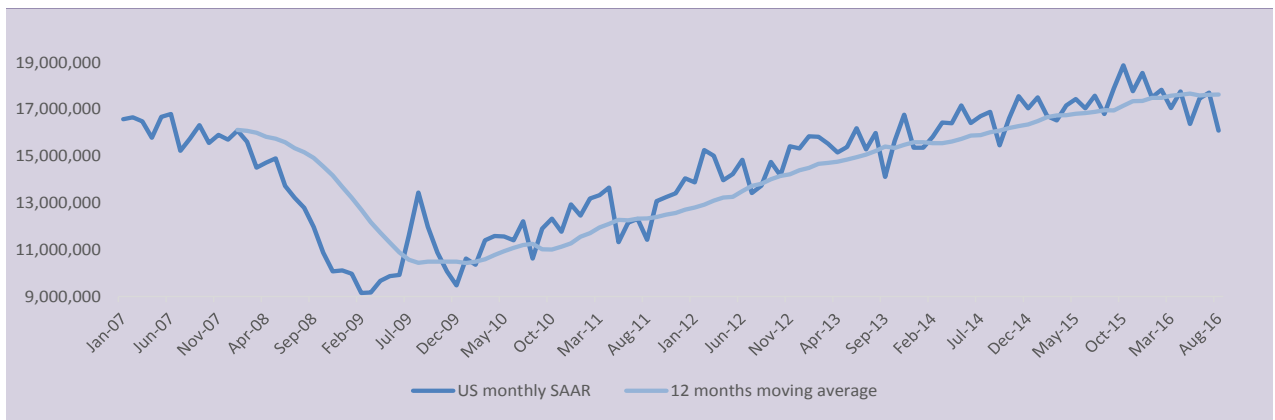
Ce segment des véhicules «verts» se développe aux Etats-Unis tant sur les **véhicules hybrides** que les **véhicules électriques** au point qu'ils représentent aujourd'hui près de **3%** des immatriculations (*contre seulement 2% en Europe*). Leur nombre et leur part de marché diminue cependant depuis 2013 à cause principalement de la chute du prix de pétrole rendant moins attractif l'achat de tels véhicules aux yeux des consommateurs. Ce segment de niche reste dominé par **Toyota** et ses modèles **Prius, Prius C, Camry** et le modèle **Prius rechargeable sur borne** qui concentrent encore plus de **37%** des ventes électriques et hybrides. L'arrivée de Tesla a chamboulé ce marché avec le déploiement des **véhicules « premium » 100% électriques**. Le groupe américain d'**Elon Musk** s'accapare désormais **5%** des ventes sur ce marché avec son **Model S**. Sa dernière levée de fonds de **\$1,5Mds**, devant financer l'objectif du groupe de porter à **500 000 véhicules** la capacité de production de son site californien en 2018, est le signe avant-coureur d'une accélération du développement du segment électrique et de la montée en puissance de Tesla sur ce marché.

Le marché américain offre peu de croissance moyen terme sur les volumes

### Un marché offrant peu de croissance supplémentaire

Malgré deux années de fort recul en 2008 et 2009, faisant suite aux difficultés économiques du pays, l'industrie automobile américaine s'est progressivement redressée à partir de 2010 avec des immatriculations de voitures nouvelles en croissance à deux chiffres en 2010, 2011 et 2012. Ce rétablissement a permis au **marché de surpasser son niveau d'avant-crise établi au-dessus de 16 millions de véhicules (VP+VUL)** avec plus de **17,5 millions d'immatriculations** en 2015. Ce rattrapage plus rapide qu'en Europe s'explique principalement par une utilisation plus écourtée qu'en Europe des dispositifs de soutien au marché (*prime à la casse*) ce qui a accentué la chute du marché américain (*point bas en 2009*) alors que le marché européen a touché le sien en 2013. Le redémarrage s'est donc fait plus rapidement aux Etats-Unis qu'en Europe, redémarrage qui a été notamment accéléré par la chute du prix du pétrole, faisant chuter significativement le coût global d'utilisation du consommateur (*pas de taxe sur les prix à la pompe contrairement en Europe*).

**Fig. 11: Evolution mensuelle du marché américain – SAAR (2007-16)**



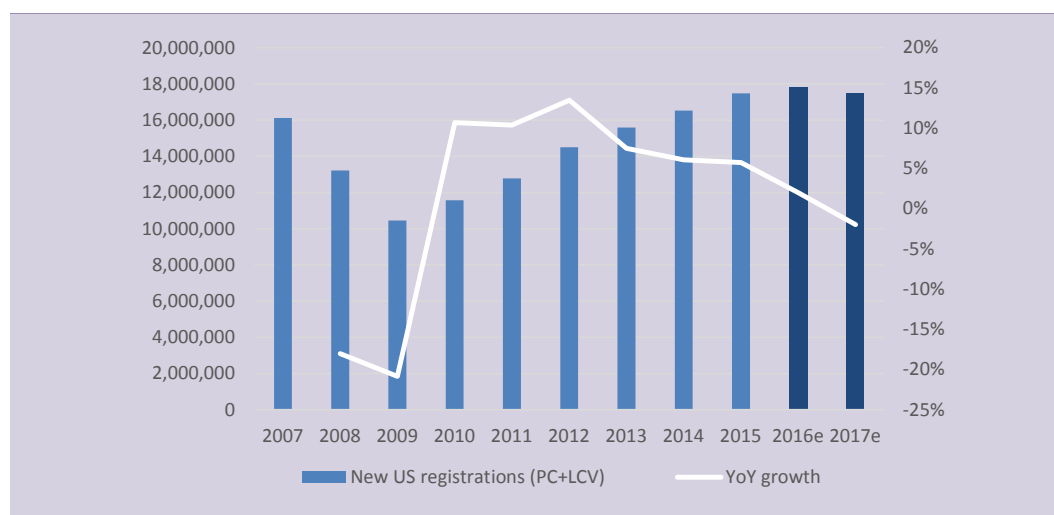
Source: GoodCarBadCar; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Comme c'est le cas en Europe, mais ici avec quelques années d'avance, on observe un **ralentissement de la croissance des ventes d'année en année depuis 2012**. Avec un niveau d'avant-crise retrouvé et un ralentissement de la croissance économique américaine, la question de la fin du cycle automobile aux Etats-Unis se pose légitimement, remettant en question la pertinence stratégique de certains constructeurs à aller se développer outre-Atlantique. Afin de rester compétitif les constructeurs vont devoir poursuivre leurs efforts d'amélioration de l'offre produit, sans pour autant augmenter les prix, mettant potentiellement sous pression leurs marges mais également celles des équipementiers. **Un mouvement de concentration est également possible notamment en ce qui concerne les plus petits acteurs.**

Ce problème s'accompagne d'une **potentielle surproduction** à venir. Bien que la production ne suffise structurellement pas à satisfaire la demande nationale et que les importations prennent le relais, un mécanisme plus flexible en cas de ralentissement de la demande, les **stocks de véhicules aux Etats-Unis ne cessent de s'accroître**. Sur une pente ascendante depuis 2009, les stocks sont passés de **1,9 millions de véhicules (tout véhicule confondu)** à **4,4 millions à fin 2015**. Ces stocks rapportés aux immatriculations (*stocks/ventes*) sont également en augmentation et atteignent **2,77x** en 2015, certes toujours en deçà du ratio de 2009 de **3,26x** en plein cœur de la crise de l'industrie automobile.

**Fig. 12: La croissance est derrière nous ?**



Source: GoodCarBadCar; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans nos modèles nous avons une vision prudente sur l'évolution du marché automobile américain en 2016 et 2017 et estimons que le marché ne va croître que de **2%** sur 2016e puis va baisser de **2%** sur 2017e.

### 3.1.2. Un marché européen encore en rattrapage, mais jusqu'à quand?

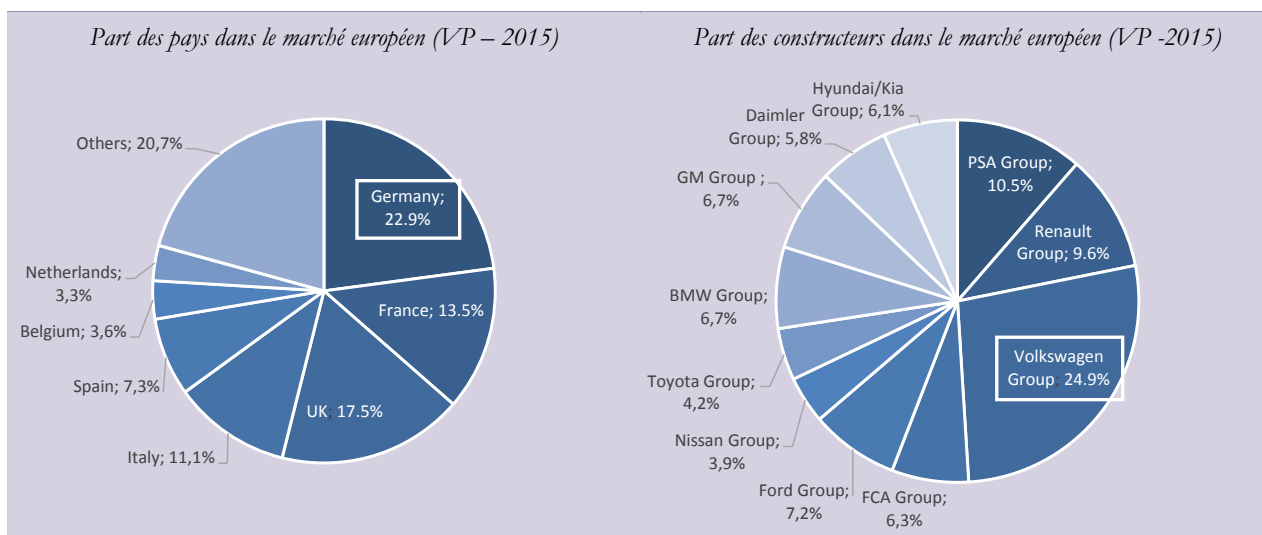
#### Un marché dominé par les constructeurs locaux

L'Europe constitue le **troisième marché** automobile mondial en termes d'immatriculations avec près de **16 millions** de ventes de voitures neuves en 2015, soit **18,5%** du marché mondial, comprenant les voitures particulières (*pour 89%*) et les véhicules utilitaires légers de >5 tonnes (*pour 11%*). **Trois marchés nationaux soutiennent historiquement la région, à savoir l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France** qui représentent ensemble près de **54%** des immatriculations de voitures neuves de l'Union Européenne.

Le taux de motorisation pour 1 000 habitants s'élève à **574 vs 538 en 2007**. Ce ratio est en légère augmentation depuis plusieurs années avec un CAGR juste en dessous de **1%**, tant porté par les grands marchés matures d'Europe de l'Ouest que par les marchés encore peu développés de l'Est.

Ce marché est relativement **tourné vers ses constructeurs locaux**, essentiellement allemands, français et italiens, qui concentrent près des deux tiers des ventes de voitures légères. Cette tendance est à la hausse avec des **groupes européens qui n'ont cessé de cannibaliser les parts de marché des étrangers**, passant de **60,3%** en 2007 à **63,7%** en 2015. Parmi les grands constructeurs, le groupe **Volkswagen** sort en tête avec une part de marché de **25%**, suivi par les deux groupes français **PSA** et **Renault** avec respectivement **10,5%** et **9,6%**. Seul le groupe américain **Ford** parvient à s'imposer dans le Top 5 européen avec environ **7%** de part de marché, devant l'italien **FCA**.

**Fig. 13: Un marché dominé par l'Allemagne et l'Angleterre**



Source: CCFA; Bryan, Garnier & Co ests.

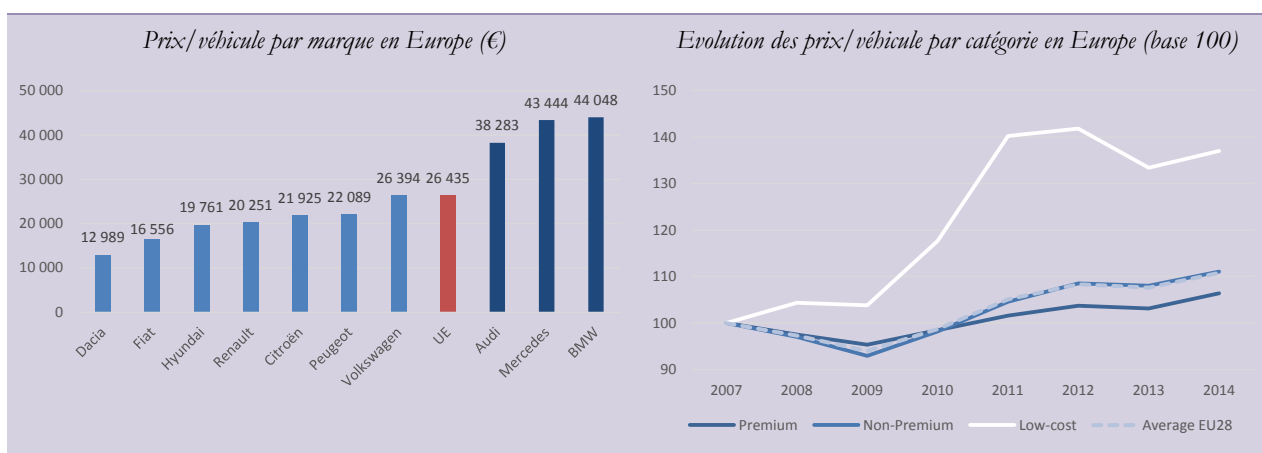
#### Un parc vieillissant mais plus tourné vers le « premium »

Faisant suite au fort recul des ventes de voitures nouvelles sur plusieurs années, les propriétaires ou aspirants ont retardé leur achat ou remplacement de véhicule. Ainsi, le **parc européen de voitures particulières a mécaniquement eu tendance à vieillir** depuis 2007, passant de **8,4 ans à 9,6 ans** en 2014 malgré le rebond des immatriculations en 2014 (+5.5%).

Concernant les achats de voitures neuves qui n'ont pas été repoussés ou annulés, ils se sont de plus en plus **tournés vers le segment haut de gamme** via des ventes de voitures «premium» qui ont

représentées près de **19%** des immatriculations en 2015 contre **16%** en 2007. Une telle «**premiumisation**» s’est accentuée notamment grâce aux berlines allemandes, à savoir **Audi, BMW et Mercedes** qui ont renforcé leurs parts de marché via leur image de marque et de fiabilité. Cette montée en gamme progressive semble avoir été l’un des **seuls catalyseurs à la revalorisation tarifaire des constructeurs en Europe**, qui restent néanmoins très limitée avec un prix moyen en légère hausse (*corrigée de l’inflation*) depuis 2010 et négative en 2013. Seules les marques premium tirent la moyenne européenne vers le haut (*moyenne de €26,435/véhicule*) grâce à Audi (*€38,283/véhicule*), BMW (*€44,084/véhicule*) et Mercedes (*€43,444/véhicule*), tandis que des marques entrée de gamme génèrent des ventes unitaires en moyenne inférieures à €20,000 comme Dacia (*€12,989/véhicule*), Fiat (*€16,556/véhicule*) et Hyundai (*€19,761/véhicule*) et Hyundai (*€19,761/véhicule*). Il est cependant intéressant de remarquer que grâce à une montée en gamme (*vers les modèles « berline et SUV » notamment*) qui s’est opérée en 2010-11, la marque low-cost Dacia enregistre sur la période 2007-2014 la plus importante croissance de son prix moyen par véhicule.

**Fig. 14: Le «pricing power» reste chez les marques «premium»**

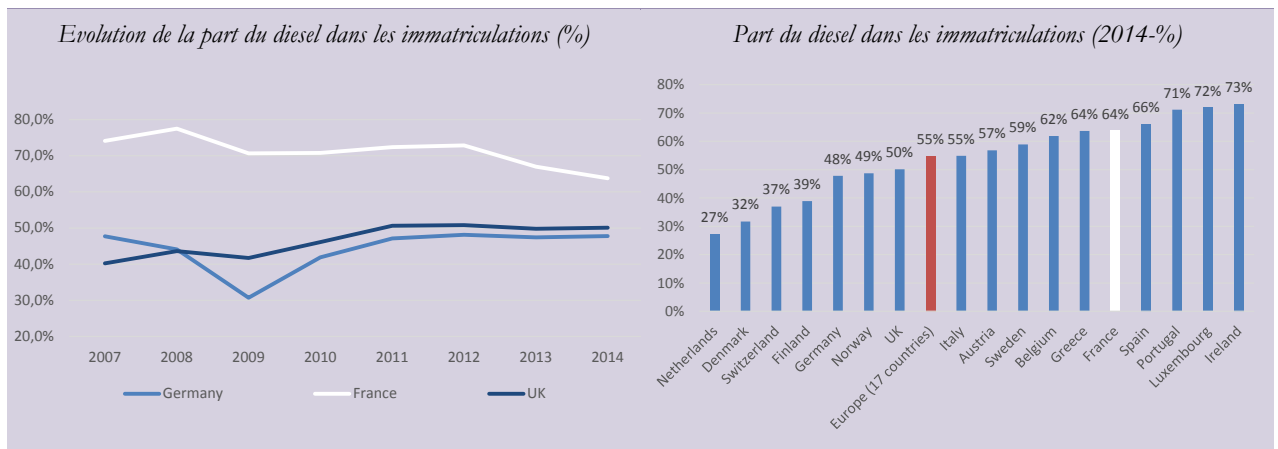


Source: ICCT; Bryan, Garnier & Co ests.

### La fin du diesel?

La motorisation diesel arrive également à un carrefour en Europe avec des immatriculations de voitures particulières neuves équipées avec de moins en moins de **moteurs diesel au profit des véhicules à motorisation « essence »**. Le taux de diésélisation des voitures neuves vendues est ainsi passé de **58,3%** en 2007 à **54,9%** en 2014 et continuer à baisser en 2015 et 2016 notamment suite au « Diesel Gate » lié à Volkswagen. Il s’agit d’un **lourd retournement en formation pour les pays européens** (*quatre des cinq plus gros marchés*) qui avait jusqu’ici massivement soutenu le diesel par des dispositifs fiscaux à l’achat du véhicule et à la pompe. Certains pays projettent désormais de revenir sur ces dispositifs avantageant le diesel tout en surtaxant les achats de véhicules les plus polluants (*la France notamment*). Alors que les ventes se tournent vers les motorisations essences, la production des principaux pays constructeurs (*Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Espagne*) se renforce quant à elle d’année en année sur le diesel, à contre-courant du marché. Une position d’autant plus inquiétante que les modèles qui bénéficient de la plus forte croissance en ce moment, à savoir les SUV, ont un taux de diésélisation moyen de **70%**.

**Fig. 15: Vers un marché européen sans motorisation diesel?**



Source: CCFA; Bryan, Garnier & Co ests.

Suite au scandale Volkswagen qui a mis sous les projecteurs des risques sanitaires liés aux motorisations diesel sous-estimés par les constructeurs automobiles, certains gouvernements comme la France ont radicalement changé de vision politique sur le sujet en remettant en question les différents mécanismes de soutien à cette technologie, au profit des motorisations essence. La France par exemple a ainsi récemment **supprimé l'avantage fiscal dont bénéficiait le diesel vis-à-vis de l'essence** afin de rapprocher les prix des deux types de carburants d'ici à cinq ans.

Ce recul de la part du diesel en Europe devrait avoir un impact assez négatif sur les constructeurs automobiles ayant fait ce choix technologique ou ayant pris du retard dans la transition post-diesel commencé dans d'autres pays. **PSA**, le constructeur français le plus exposé à cette technologie a récemment annoncé l'abandon de **sa technologie hybride diesel lancée en 2011** et ambitionne désormais de développer **un moteur hybride essence et rechargeable d'ici 2020**, impliquant deux ans de retard par rapport à Renault.

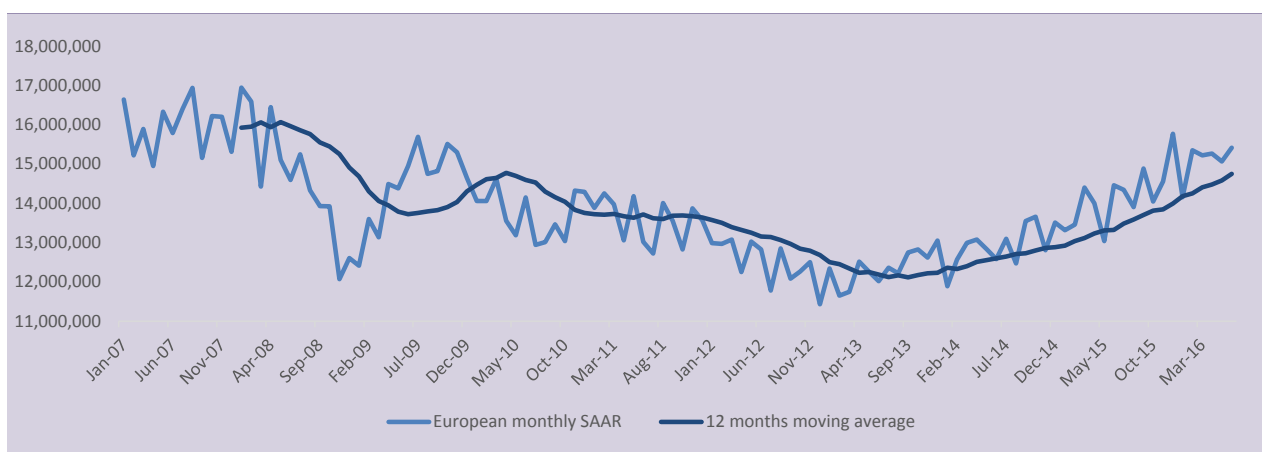
**Malgré ces scandales et ces changements politiques nous pensons que le diesel restera une technologie développée par les constructeurs car elle est aujourd'hui parfaite pour répondre aux exigences des régulateurs concernant les émissions de CO<sub>2</sub>.**

## L'heure est au rattrapage, mais jusqu'à quand ?

Depuis son point haut de 2007 avec près de **16 millions d'immatriculations**, le marché automobile européen a subi de plein fouet la crise de 2008 enregistrant **six années consécutives de baisse** (CAGR -4,7% sur la période 2007-2013). Cette chute qui a eu tendance à se pérenniser cache néanmoins des écarts au sein de l'Union Européenne avec les marchés allemand et anglais qui ont moins soufferts que les marchés italien et espagnol.

Avec les années 2014 et 2015 en hausse de respectivement **4,8%** et **9,7%**, l'industrie semble engagée sur une **pente ascendante qui s'accélère de surcroît en 2015**. L'année dernière a été caractérisée par un fort rebond pour le marché avec un sursaut des immatriculations de voitures particulières de **9,7%**, une tendance constante sur l'ensemble de l'année avec des ventes trimestrielles quasiment toutes en hausse de deux chiffres. Cependant, l'année 2016 semble jusqu'à maintenant en ligne avec cette tendance avec **des ventes sur le S1 à +9,1%** vs **+9,1%** sur le S1 2015. Concernant les modèles, les ventes ont surtout été **soutenues par les SUV ainsi que les modèles mini** qui ont très bien performés en Europe depuis 2007 face aux segments **luxe et medium en détérioration**.

**Fig. 16: Evolution mensuelle du marché Européen (UE28) – SAAR (2007-16)**

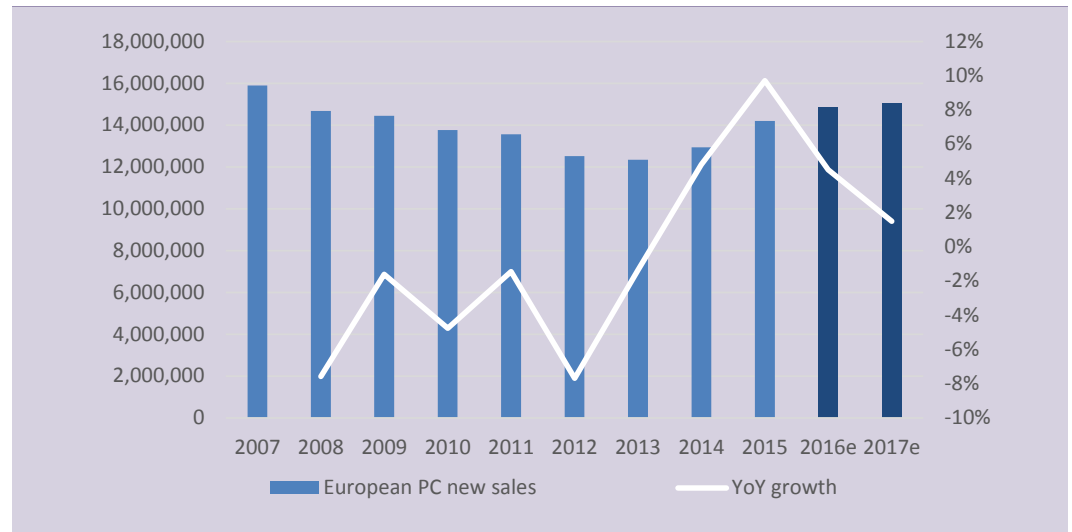


Source: ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.

La période de « recovery » sur le marché européen est derrière nous et non devant nous, impliquant un ralentissement dans le cycle pour les constructeurs et équipementiers fortement exposés au marché européen.

Ces deux dernières années de hausse (+15%) n'ont pas suffi à rattraper la chute de >22% entre 2007 et 2013. Le **marché européen n'a donc pas retrouvé son niveau d'avant crise**, avec **13,7 millions** d'immatriculation de voitures particulières neuves enregistrées en 2015 contre **15,5 millions** en 2007, laissant ainsi place à un **potentiel effet de rattrapage** de **12,8%** soit près de **1,7 millions** d'immatriculations.

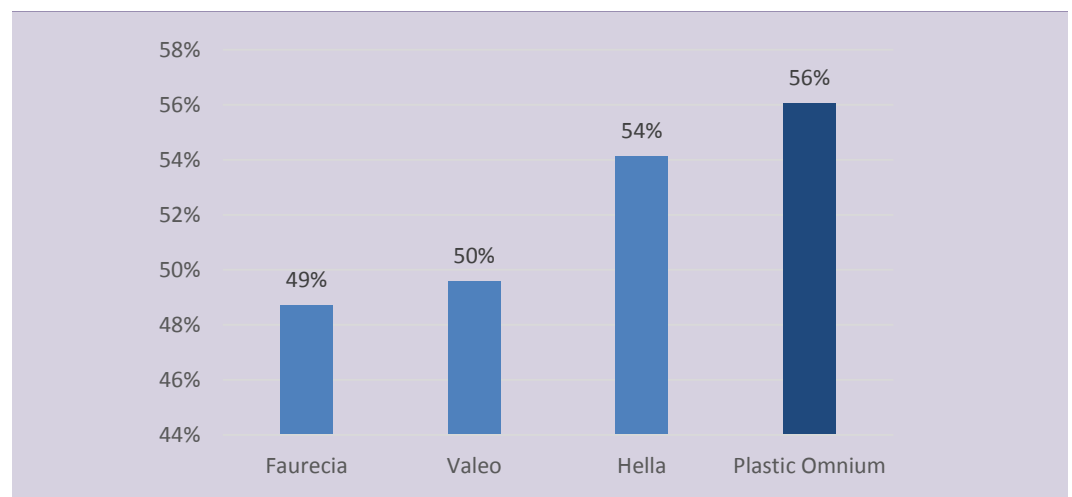
Après avoir prévu une hausse en début d'année de **2%** du marché Européen (VP) pour 2016, l'ACEA (*European Automobile Manufacturers Association*) a récemment revu en juin ses attentes en hausse à **5%** impliquant un marché pour 2016 aux alentours de **14-14,3 millions** de véhicules.

**Fig. 17: Un marché en croissance, mais qui offre de moins en moins de potentiel**


Source: ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans nos modèles nous avons une vision plus prudente et estimons que le marché ne va croître que de **4,5%** sur 2016e puis de **1,5%** sur 2017e. La période de «*recovery*» sur le marché européen est donc derrière nous et non devant nous, impliquant un ralentissement dans le cycle pour les constructeurs et équipementiers fortement exposés au marché européen. L'impact du **Brexit** pourrait également se faire ressentir sur les nouvelles immatriculations anglaises (*17.5% du marché automobile européen*) notamment si le pays rentre en période de récession. L'impact sur la production pourrait être lui encore plus important si un régime de taxation sur les importations est remis en place, car certains constructeurs comme **Nissan**, **Toyota** ou encore **BMW** disposent d'usines de production sur le territoire britannique pour desservir le marché européen.

Parmi les quatre équipementiers initiés dans ce rapport, **Hella** et **Plastic Omnium** sont les plus exposés au marché automobile européen avec respectivement **54%** et **56%** de leur CA réalisés dans la région.

**Fig. 18: Part du CA réalisé en Europe en 2016e**


Source: Companies data; Bryan, Garnier & Co ests.



### 3.1.3. Marché japonais

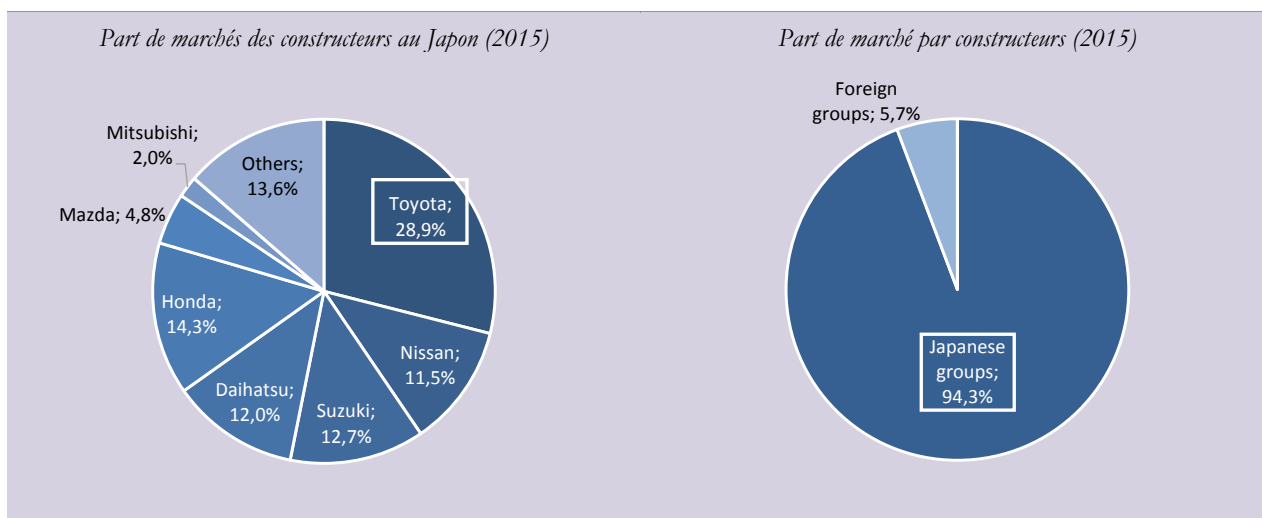
#### Des marques nippones pour le Japon ...

Avec plus de **5 millions de véhicules neufs immatriculés en 2015**, dont une grande majorité de voitures particulières (84%), le Japon s'impose comme **quatrième marché mondial** de l'automobile, représentant **6,1%** du marché mondial. Comme d'autres pays matures, le Japon a un taux de motorisation élevé avec **607 véhicules légers pour 1 000 habitants**, l'un des plus élevés au monde après les **Etats-Unis et le Canada**. De surcroît, le **parc de voitures particulières en circulation a tendance à vieillir**, passant de 7 ans en 2007 à plus de 8 ans en moyenne en 2014.

Le marché japonais est un marché très fermé aux constructeurs étrangers, mais est ouvert aux équipementiers

Contrairement au marché automobile américain qui est un marché ouvert aux constructeurs étrangers, **le marché automobile japonais** est un marché très local, voir entièrement fermé, avec des immatriculations concentrées essentiellement dans les mains des constructeurs nippons, résultant d'un **protectionnisme intentionnel** de la part du gouvernement (*comme sur d'autres secteurs*). Cette fermeture du marché se traduit aussi par des **importations minimales**, cantonnées entre **2 et 3,5%** de la production totale. En effet, la part des ventes de voitures neuves réalisée par des constructeurs nationaux s'est élevée au-dessus du seuil des **94%**, historiquement ce ratio fluctue autour des **95%**, laissant donc très peu d'espace pour les constructeurs étrangers. On ne trouve d'ailleurs **aucun groupe non-Japonais dans le Top 5** composé de : **Toyota** largement en tête et avoisinant les **30%** de parts de marché, **Honda, Suzuki, Daihatsu et Nissan**. Tous les membres de ce classement détiennent au minimum **10%** de parts de marché, concentrant à eux cinq près de **80%** des ventes dans un marché très local et concentré.

**Fig. 19: Un marché dans les mains des constructeurs nippons**



Source: JAMA; Bryan, Garnier & Co ests.

#### ... produites au Japon pour ensuite être exportées

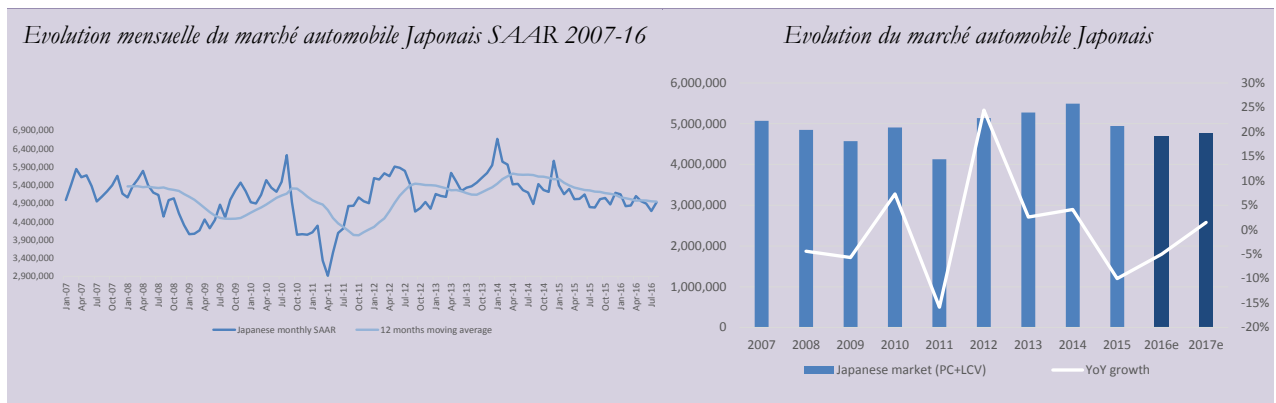
Le Japon se révèle être un **grand pays exportateur de véhicules comparé à sa production**. Pour plus de **9 millions de véhicules produits** sur le territoire national, près de **4,6 millions** étaient exportés vers l'étranger, soit **49%** de la production en 2015. Ces véhicules sont avant tout **destinés au marché américain avec les Etats-Unis** qui concentrent plus du tiers des exportations japonaises, **l'Union européenne et la Chine** constituent également d'importants clients. Le marché américain

est ainsi un marché important pour les groupes nippons (*Nissan réalisant 30% de son chiffre d'affaire sur ce marché*) d'autant plus que tout ralentissement ou toute accélération de ce marché aura un impact significatif sur le taux d'utilisation des usines japonaises et donc de l'emploi local. Le Moyen-Orient a pour sa part récemment pris de l'ampleur dans les comptes des constructeurs japonais avec les Emirats Arabes Unis et l'Arabie Saoudite.

### De retour sur les niveaux d'avant-crise

Depuis ses plus bas de 2011 avec seulement **4,2 millions d'immatriculations de véhicules neufs**, comparé à un niveau de **5,3 millions en 2007**, le marché japonais s'est rapidement rattrapé pour repasser le seuil des **5 millions de véhicules neufs** vendus dès 2012. Néanmoins, l'année 2015 a été beaucoup plus contrastée avec un repli des ventes de **9,3%** et le S1 2016 ne s'annonce pas meilleur avec une nouvelle baisse de presque **-5%** sur une base de comparaison S1 2015 déjà faible. Comme tout marché mature, l'industrie automobile est fortement corrélée à l'évolution du PIB, or la croissance économique est plutôt flat au Japon et le FMI n'anticipe qu'une croissance du PIB japonais que de **0,3%** pour 2016 et **0,1%** en 2017.

**Fig. 20: Un marché offrant peu de croissance moyen et long terme**



Source: JAMA; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans nos modèles nous prévoyons une baisse de 5% du marché japonais en 2016 et un léger redémarrage de 1,5% en 2017.

Dans nos modèles nous prévoyons une baisse de **5%** du marché en 2016 et un léger redémarrage de **1,5%** en 2017. Ce marché très mature ne devrait pas générer énormément de croissance sur les prochaines années malgré le vieillissement du parc. Seul un redémarrage économique significatif devrait avoir un impact positif sur la demande locale, ce que nous ne prévoyons pas sur le court terme (*les prévisions du FMI restent prudentes pour le Japon*). Le véritable driver de croissance pourrait venir des exportations vers la Chine ou les Etats-Unis, ce qui devrait permettre à la production locale de résister plus que la demande sur le court terme, au profit des équipementiers très présents sur ce marché.

## 3.2. ...Mais plus pour très longtemps

### 3.2.1. La Chine, le nouveau marché dominant

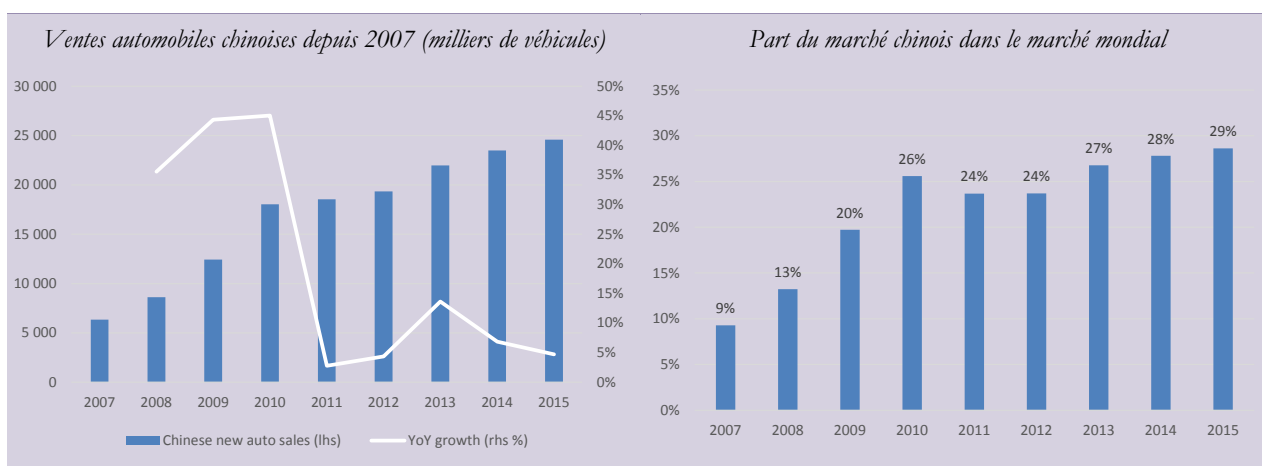
#### Le plus grand marché automobile mondial

L'année 2009 a vu l'avènement de la Chine en tant que **premier marché automobile mondial**, que ce soit tant en termes de ventes de véhicules neufs que de production, dépassant à la fois les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon, les trois plus gros marchés dans les pays matures. Cette ascension s'est faite pendant la crise, période où tous les autres grands marchés ont vu les immatriculations de véhicules neufs reculer. Le marché chinois est en **croissance perpétuelle depuis 2007**, date à laquelle les ventes se sont élevées à près de **7 millions de véhicules**, et atteint désormais près de **27 millions de véhicules**, soit un tiers du marché mondial. La Chine a ainsi affiché une croissance **CAGR de ses ventes de 18%** sur 2007-2015 à comparer à seulement **3%** au niveau du marché mondial, sur la même période.

Entre 2007 et 2015 le marché chinois a surperformé le marché mondial de 15pp par an

Cette vive croissance du marché est intimement **liée à l'essor de la classe moyenne chinoise**, passée de **66 à 109 millions de personnes en l'espace de 15 ans**. Cet accroissement de la classe moyenne, poussé par le pouvoir et dernièrement par les réformes du président Xi Jinping visant à rééquilibrer la croissance chinoise au profit des couches dites plus «populaires», s'est faite par l'enrichissement de chinois très modestes voire pauvres qui ont désormais les capacités financières pour acquérir une voiture. A noter que ces classes moyennes restent très concentrées dans les grandes villes et les régions côtières, au détriment des campagnes où le potentiel d'enrichissement est le plus élevé. De surcroît, la désormais première classe moyenne du monde est **attendue en forte croissance au rythme CAGR 15% entre 2015 et 2022 pour atteindre 220 millions**.

**Fig. 21: Le marché chinois, un marché de croissance qui pèse de plus en plus**



Source: CAAM; Bryan, Garnier & Co ests.

Avec un taux de motorisation, comprenant à la fois voitures particulières et véhicules utilitaires légers, à **104 véhicules pour 1 000 habitants**, la Chine reste très largement en deçà des autres grands marchés matures comme l'**Union européenne (574/1000)**, le **Japon (607/1000)** ou encore **les Etats-Unis (809/1000)**. Ce ratio a néanmoins explosé ces dernières années dans l'Empire du Milieu, passant de **33 en 2007 à 104 aujourd'hui (18% CAGR)** en ligne avec la croissance de la demande observée sur la même période.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fruit d'un marché encore très récent, le parc de véhicules en circulation est extrêmement jeune avec un **âge moyen de 4 ans**, une flotte quasiment neuve et presque exclusivement **tournée vers les motorisations essence** et vers le segment «berline» même si la demande vers les gammes «SUV» s'est fortement développée depuis quelques années.

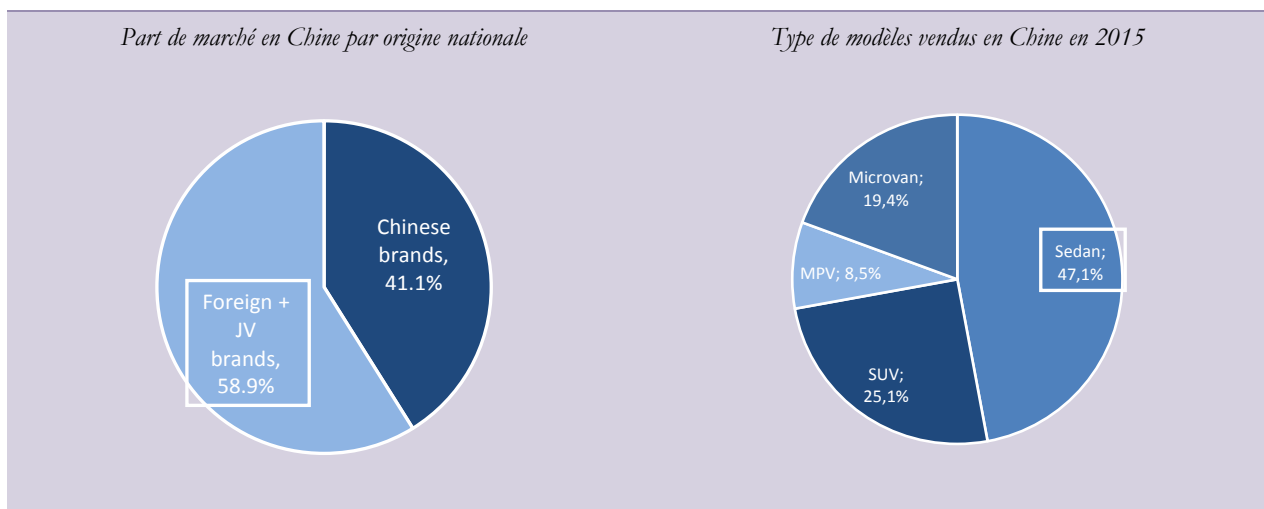
### Un marché majoritairement dominé par les constructeurs étrangers

En obligeant les constructeurs étrangers à nouer une alliance avec un constructeur local pour pouvoir pénétrer le marché et en imposant des barrières tarifaires dissuasives à l'importation (25%), le gouvernement chinois a ainsi imposé aux principaux constructeurs étrangers un transfert de technologie important au profit des constructeurs locaux, et au profit des consommateurs finaux qui se sont vus proposer rapidement des véhicules bien équipés à des tarifs abordables.

Les marques étrangères détiennent en 2015 près de 60% du marché. Mais la tendance pourrait s'inverser dans les années à venir.

En dehors de cette contrainte, la Chine reste relativement ouverte puisque les marques étrangères détiennent en 2015 près de **60% du marché**. **General Motors** et **Volkswagen** sont les deux géants qui dominent, avec **17%** et **16%** du marché; suivis de près par **Hyundai-Kia** avec **8%**, **Nissan** avec **6%**, **Toyota** avec **5%**, et **Ford** avec également **5%**. Les constructeurs français ont encore à ce jour des parts de marché relativement faibles: **PSA** ne détient que **3,5%** du marché et vise **5%** notamment avec le déploiement de nouveaux modèles sous la marque DS, tandis que **Renault** qui vient seulement d'ouvrir sa première usine dans le pays vise d'ici quelques années une part de marché de **3,5%**. Les marques «premium» sont également bien présentes sur ce marché avec une domination toujours forte d'Audi sur ce segment, face à BMW et Daimler.

**Fig. 22: Les marques étrangères dominent un marché très difficile à cerner**



Source: CAAM; Bryan, Garnier & Co ests.

Depuis quelques années le marché automobile chinois **est en pleine mutation**. Les consommateurs, autrefois très demandeurs de «berlines» (également appelées véhicules tricorps) sont de plus en plus attirés par les modèles plus occidentaux de type «cross-over» ou «SUV» rendant la tâche délicate pour les constructeurs qui ont justement dû, pour se développer dans le pays, promouvoir des produits typiquement propres à ce marché. Le primo-ascendant chinois étant plus jeune en moyenne que sur d'autres marchés matures, sa réelle culture automobile est encore très faible ce qui affecte sa fidélité à une seule marque.

Ce récent changement de la demande vers les SUV devrait plutôt être favorable aux constructeurs locaux qui ont réussi à développer une gamme de produits qualitatifs (*grâce au transfert de technologie*) mais moins chers que les véhicules des constructeurs étrangers, grâce notamment aux différentes JVs.

Ces difficultés à suivre les changements de modes de consommation ont d'ailleurs obligé les différents constructeurs internationaux à installer leur centre R&D sur place et les ont également obligé à renoncer à lancer des modèles mondiaux sur ce marché.

### **Un marché proche de l'éclatement ou juste un marché mature?**

L'année 2015 a été particulièrement violente pour le secteur qui a souffert d'un ralentissement brutal des immatriculations durant quelques mois, notamment à cause d'effet de déstockage de certains concessionnaires. La complexité du marché (*marché divisé entre les grandes villes côtières qui sont saturées de renouvellement d'équipement et la Chine intérieure qui commence à s'équiper et qui soutient la croissance*) le rend assez volatile mettant le marché mondial sous pression lorsqu'un ralentissement se fait sentir.

Le marché a légèrement rebondi depuis les frayeurs de 2015 grâce notamment à l'intervention du gouvernement pour booster les achats des véhicules de petites cylindrées (*réduction de moitié de la taxe de 10% à 5% depuis le 1<sup>er</sup> Octobre*) jusqu'à fin 2016. Une telle baisse de la taxe sur les achats de voitures particulières avait déjà été mise en place en 2009 pour faire face à la crise financière mondiale et la taxe avait été rétablie à son niveau initial en 2011. Cette intervention bien que positive sur le court terme devrait cependant avoir un effet dommageable sur l'industrie automobile chinoise car la croissance sur 2016 sera une croissance artificielle, rendant difficile les prévisions des constructeurs pour 2017 notamment.

Le marché automobile chinois reste bien évidemment un marché de croissance pour le secteur, mais ressemble de plus en plus aux marchés matures plus traditionnels, bien que le taux d'équipement reste plutôt faible par rapport aux pays de cette catégorie.

**Nous adoptons un point de vue optimiste sur le marché à court terme suite au très bon démarrage en 2016 (+11% sur les huit premiers mois de 2016) et tablons ainsi sur une croissance de 8% sur 2016 puis de seulement 2% pour 2017.**

Nous adoptons un point de vue optimiste sur le marché à court terme et tablons sur une croissance de 8% sur 2016 puis de seulement 2% pour 2017.

### 3.2.2. Brésil et Russie, deux pays à fort potentiel mais très volatiles

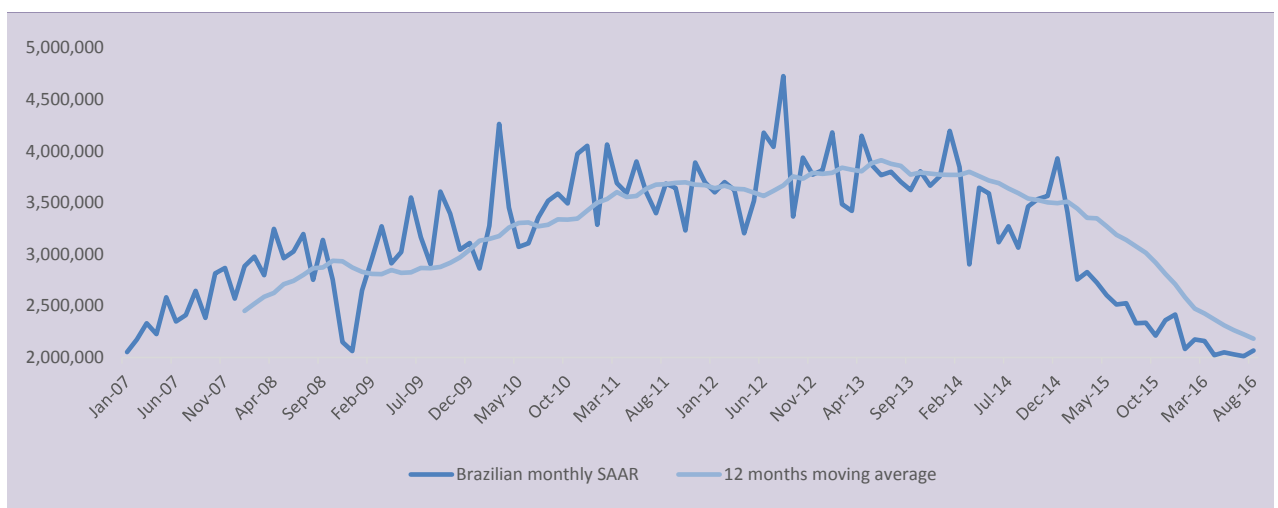
#### Un marché automobile brésilien en crise depuis 2013

En tant que **sixième marché** automobile mondial en termes d'immatriculations avec près de **2,6 millions** de ventes de voitures neuves en 2015 (*soit 2,9% du marché mondial*), derrière la Chine, les Etats-Unis, l'Europe, le Japon et l'Inde, le Brésil a fait partie ces dernières années de *l'Eldorado* recherché par les constructeurs parmi les pays émergents. Le taux de motorisation du pays encore faible, on compte seulement **203 véhicules légers pour 1 000 habitants**, laisse en effet un fort potentiel de développement pour l'industrie automobile. Néanmoins, les croissances à deux chiffres laissent depuis peu place à une forte chute du secteur.

Le marché brésilien des immatriculations s'est contracté de **7,1% en 2014** et de **26,6% en 2015**, un **violent repli traduisant la situation politique et économique du Brésil** : *instabilité politique, endettement des ménages, ralentissement des investissements, chute du baril de pétrole, inflation élevée* alors que la récession perdure depuis plus de deux ans. Or, dans un marché où croissance économique et tenue du secteur automobile sont très étroitement liées, la baisse du pouvoir des ménages et l'incertitude économique ont fait vaciller l'industrie automobile. La situation ne devrait pas s'améliorer à court terme avec des prévisions de croissance du PIB du FMI à **-3,8%** pour 2016 et des ventes S1 très mal orientées pour le début de l'année 2016 (*-25,4% comparé à un S1 2015 déjà pauvre et lui-même en baisse de 21%*). En réaction, le parc en circulation vieillit et son âge moyen atteint désormais quasiment **9 ans**, soit à un **niveau peu éloigné de celui de régions matures** telles que l'Union européenne.

Un tel recul du marché, **atteignant désormais ses points bas de 2007**, permet néanmoins d'espérer un **rattrapage vif à moyen terme** avec plus de visibilité sur la situation économique du pays et une sortie de récession.

**Fig. 23: Evolution mensuelle du marché automobile brésilien – SAAR (2007-16)**



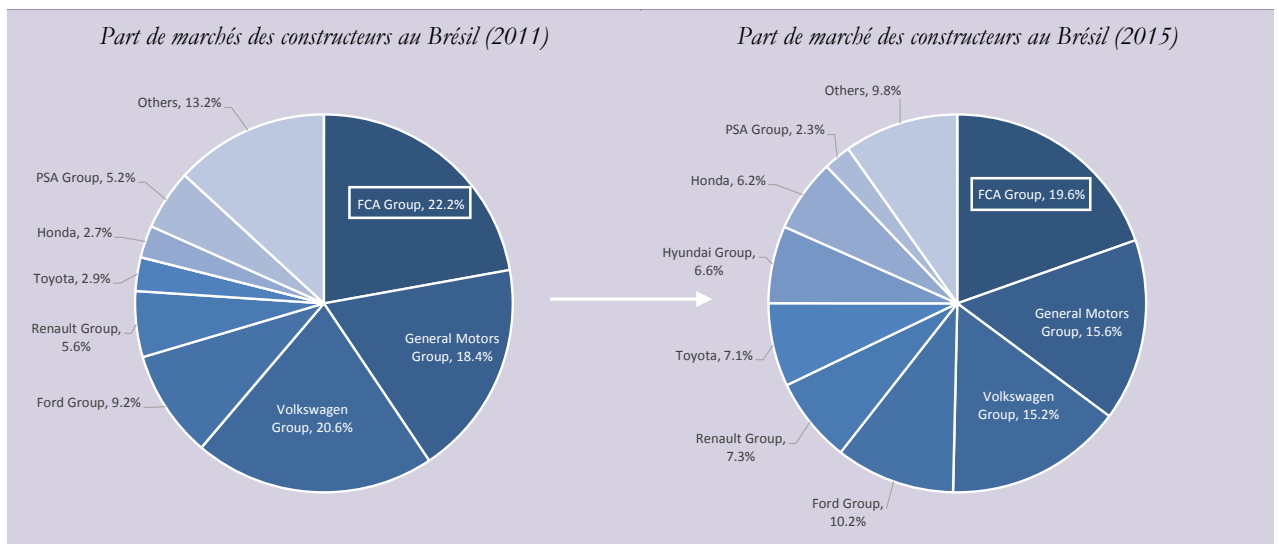
Source: ANFAVEA; Bryan, Garnier & Co ests.

Le Brésil ne constitue pas un pays très ouvert sur l'international avec des exportations et des importations qui ne représentent que **16%** chacune des immatriculations. Tout en sachant que ces flux commerciaux sont en **majorité réalisés avec les autres pays du continent Américain**, à savoir l'Argentine et le Mexique.

Le Brésil a également mis en place des **barrières tarifaires** sur les importations de véhicules (*passant de 25% à 55%*) ainsi que des **barrières non-tarifaires** en allongeant délibérément les délais d'obtention des permis d'importation.

Autant de mesures, destinées à protéger le marché automobile local, qui ont encouragées les **constructeurs étrangers à s'implanter directement sur place** et donc à accroître leur présence sur le marché brésilien pour rentabiliser les sites de production nouvellement construits. Les quatre premiers constructeurs **Volkswagen, Ford, General Motors et Fiat** voient depuis leurs parts de marché diminuer au profit des nouveaux entrants composés essentiellement des groupes japonais **Honda et Toyota** ainsi que du français **Renault**. Le groupe italien **FCA** reste malgré tout le grand leader du marché avec près de **20%** des ventes. Alors que le Top 3 s'accaparait plus de **61%** du marché des véhicules neufs, il n'en concentre plus que **50%** aujourd'hui. La situation est plus disparate pour les français historiquement présent au Brésil avec un groupe PSA qui voit ses ventes reculer depuis quelques années (*2.3% de parts de marché en 2015 contre 5.2% en 2011*) tandis que Renault se renforce dans le pays (*7.3% de parts de marché en 2015 contre 5.6% en 2011*).

**Fig. 24: Un environnement concurrentiel de plus en plus rude pour les leaders**



Source: ANFAVEA; Bryan, Garnier & Co ests.

Le marché automobile brésilien est l'un des marchés les plus chers au monde, fiscalement parlant.

En plus des taxes à l'importation, le Brésil compte également de nombreuses autres taxes à l'achat d'un véhicule neuf, faisant du pays **l'un des marchés les plus chers au monde fiscalement parlant** (*entre 20% et 50% du prix final d'un véhicule est lié à des taxes*) sans compter les taxes annuelles liées à la détention d'un véhicule. Un fardeau fiscal incitant les consommateurs locaux à rechercher les véhicules les moins chers, c'est-à-dire les **petits modèles compacts produits localement**. Ainsi, les dix modèles les plus vendus au Brésil ne concernent que des véhicules fabriqués sur place et seul un modèle (*le pick-up Strada*) se différencie des autres petits modèles compacts du Top 10.

Suite à l'enrichissement des classes populaires et moyennes et au développement des routes lié à l'urbanisation, les modèles pick-up ont été délaissés au profit des **modèles moins imposants, moins chers et moins consommateurs de carburant**.

Concernant les motorisations, bien qu'historiquement essence, le pays a basculé dans l'éthanol dans les années 1980 et dans le «flexible fuel» dans les années 2000 (*une motorisation capable de fonctionner avec un mélange de carburant : essence et éthanol*). L'éthanol se révèle être jusqu'à 50% moins cher que l'essence à la pompe, notamment par des incitations fiscales. Depuis, ces motorisations flexibles représentent près de 90% des ventes. La motorisation diesel est quant à elle interdite pour le marché des véhicules particuliers.

Ce marché très sensible à l'économie du pays mais également aux différents changements de régimes de taxations devrait continuer à souffrir sur 2016 mais reste un marché important pour les principaux constructeurs mondiaux du fait de l'accroissement et de l'enrichissement de sa classe moyenne.

**Dans notre modèle nous tablons sur une baisse de 25% des nouvelles immatriculations sur 2016 puis estimons que le marché devrait rebondir de 5% pour 2017.**

### **Le marché automobile russe reste dépendant de l'évolution du prix du baril**

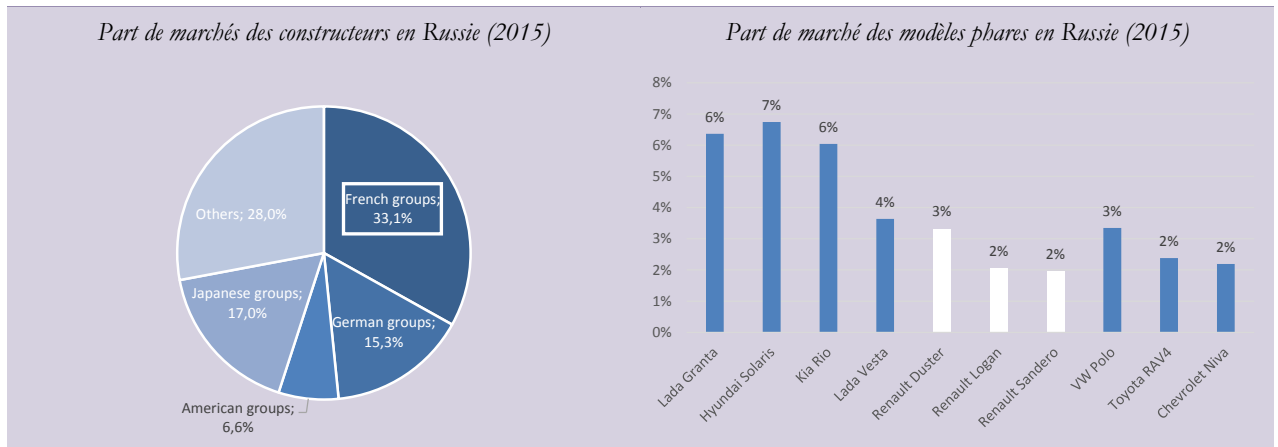
La Russie apparaît comme le **septième marché** automobile mondial en termes d'immatriculations avec plus de **1,6 millions** de ventes de véhicules légers neufs en 2015 (*soit 1.9% du marché mondial*), derrière le Brésil. Le pays a longtemps constitué un relais de croissance pour les constructeurs étrangers, notamment par son faible taux de motorisation de **351 véhicules légers pour 1 000 habitants** (*un taux deux fois inférieur à celui du reste de l'Europe*).

Cet attrait se traduit aujourd'hui par une **forte pénétration des groupes étrangers** parmi les immatriculations de véhicules neufs, un fait d'autant plus avéré pour les constructeurs **allemands** (*environ 15% de parts de marché*) et **japonais** (*plus de 17%*). Les marques russes ne dominent plus le marché depuis 2010, laissant Hyundai/Kia et Volkswagen dominer le marché, seul Avtovaz fait figure d'exception en s'imposant comme le deuxième constructeur notamment grâce à son emblématique marque Lada.

Chez les constructeurs français, seul **Renault** bénéficie d'une présence importante sur ce marché grâce notamment au lien capitalistique qu'il a créé avec **Lada-Avtovaz en 2008, le premier constructeur automobile national russe**. Une opération propulsant désormais les parts de marché de la nouvelle alliance **Avtovaz-Renaut-Nissan** à plus de **32%**, c'est-à-dire le **premier acteur de Russie**. Le groupe PSA ne détient lui qu'un part de marché de **2,7%**.



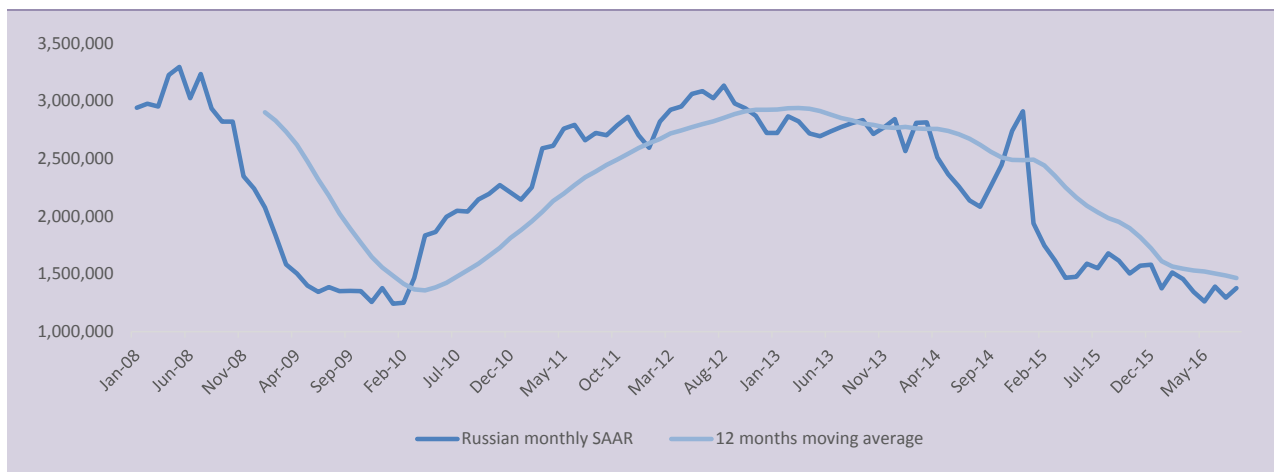
**Fig. 25: Un marché ouvert aux étrangers mais centré sur les petits modèles**



Source: AEB; AOR; Bryan, Garnier & Co ests.

Le marché russe des immatriculations s'est révélé être **extrêmement volatil** depuis 2008 avec des phases de baisse (*-49,4% en 2009*) et de rebond (*+30% en 2010, +39% en 2011*). Néanmoins, et d'une manière plus générale, le marché russe a souffert de: **1/** la crise financière de 2007-08 comme la plupart des pays matures et pays émergents; **2/** l'embargo européen mis en place contre l'économie russe de 2014 et enfin; **3/** la chute des cours du baril de pétrole en 2014-15. Ainsi, après une chute de près de **-36%** en 2015 pour **1,6 millions d'immatriculations**, le marché russe semble **atteindre son point bas de 2009** avec **1,5 millions de nouvelles immatriculations**.

**Fig. 26: Evolution mensuelle du marché russe – SAAR (2008-16)**



Source: AEB; OAR; Bryan, Garnier & Co ests.

Un choc qui a entraîné un **vieillessement du parc** de véhicules en circulation en Russie, les voitures particulières sont en moyenne âgées de **12,5 ans** avec un écart significatif entre les voitures de marques russes (*16 ans*) et étrangères (*9,9 ans*) traduisant le **délaissement des marques locales** dans les ventes ces dernières années. Afin de contrer le recul des ventes, le gouvernement fédéral russe a mis en place en 2015 différentes mesures incitatives: *crédits automobiles préférentiels* et *programme de location en leasing préférentiel*, qui ont concerné près d'un tiers des ventes en 2015.

Néanmoins, le S1 2016 est ressorti en contraction de **-14%** sur une base de comparaison déjà très faible (*S1 2015 à -36%*) alors que le FMI prévoit toujours une poursuite de la récession en Russie de **-1,5%** en 2016 (*contre -3,7% en 2015*). Les acteurs présents localement affichent malgré tout un certain optimisme quant à une **inflexion du marché et un retour aux bénéfices à horizon 2018**, à l'instar de Renault-Nissan avec leur filiale conjointe Avtovaz, laissant présager un environnement encore difficile ou tout du moins flat pour les prochaines années même si le FMI prévoit une hausse du PIB de 1% en 2017.

**Dans nos modèles nous prenons une hypothèse de baisse des volumes de 12% en 2016 et une hausse de 5% en 2017 pour le marché russe.**

### 3.3. Moins de croissance et peu de «pricing power»

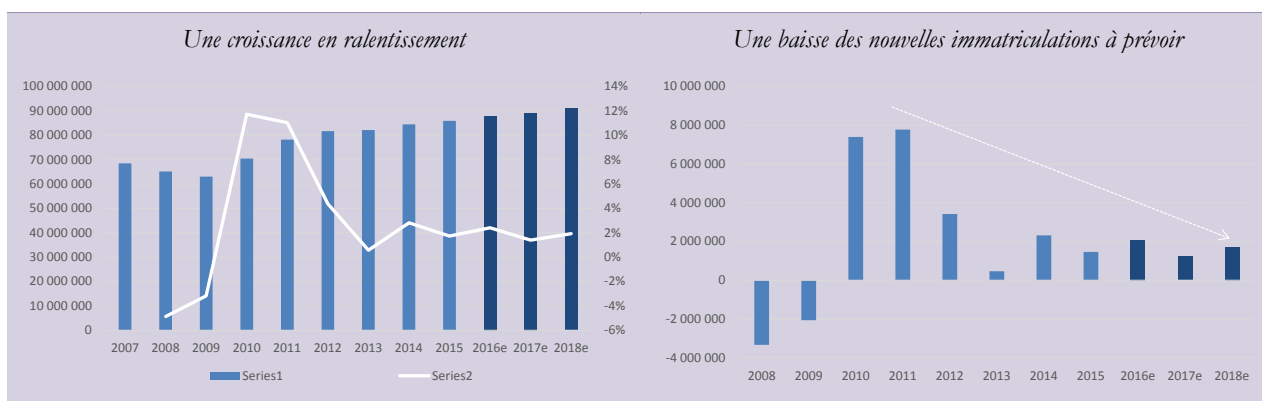
#### 3.3.1. Vers un ralentissement du cycle?

Nos estimations pour 2017 et 2018 impliquent **un ralentissement du cycle dans le secteur automobile**, du moins en termes de croissance de la demande et de la production. Le récent «Brexite» pourrait avoir un impact négatif significatif sur la demande au Royaume-Uni et également en Europe, impact qui reste aujourd'hui difficile à appréhender.

Pour rappel, entre 2008 et 2011 la croissance de la demande a été principalement tirée par les pays émergents, tandis que sur 2012-16 la croissance est venue des pays matures. Pour la période 2017-18 nous estimons que la croissance au niveau mondial devrait ralentir du fait : **1/**des crises qui affectent les pays émergents et qui pourraient retarder l'accroissement du taux de motorisation des classes moyennes, et **2/** de la fin de la phase de reprise des marchés des pays matures suite à la crise 2008.

La demande de nouveaux véhicules devrait se maintenir vers les **2,4% en 2016e** et ensuite ralentir vers **1,4% en 2017e** et **rebondir à +1,9% en 2018e**. Il est important d'avoir en tête que bien que la croissance soit moins importante, en absolu nous estimons que le marché devrait continuer à croître au minimum d'environ **un million et demie d'unité chaque année**.

**Fig. 27: Un secteur mondial plutôt mature finalement**

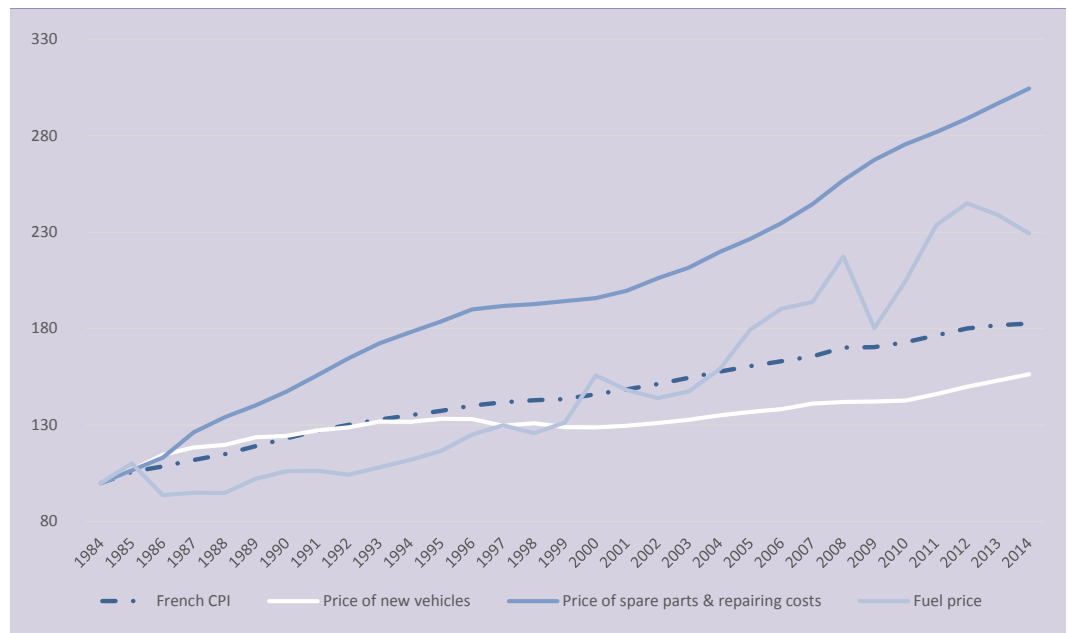


Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests.

### 3.3.2. Toujours plus pour un prix moindre

Comme beaucoup d'industries jugées comme «de commodités», l'industrie automobile n'échappe pas à la règle de la pression désinflationniste malgré une montée en gamme importante sur les trente dernières années. En comparant les indices de prix depuis 1984 en France on observe que les prix à la consommation d'une façon générale ont augmenté de **83%** tandis que le prix d'une voiture neuve (*modèle comparable dans le temps en termes de catégorie*) n'a lui augmenté que de **56%** du fait notamment d'une forte pression concurrentielle mais également de la mise en place de mesures de soutien au marché (*système de bonus/malus et prime à la casse depuis 2008*). **Cette tendance a également été observée en Europe avec un écart de 25pp entre les deux indices entre 1996 et 2015 sur une base 100 en 1996.** Bien qu'une partie de cette baisse de valeur en monnaie réelle fut en partie «financée» indirectement par les contribuables (*à travers les systèmes de soutien*) la forte pression concurrentielle s'est forcément faite au détriment des marges des constructeurs automobiles, et notamment ceux avec le **pricing power** le plus faible.

**Fig. 28: Evolution des indices de prix depuis 1984 en France**



Source: Insee, CCFA; Bryan, Garnier & Co ests.

L'autre contrainte pesant sur les marges des constructeurs est liée à l'augmentation des coûts de développement (*R&D*) et des coûts de production par unité afin **1**/d'intégrer des innovations différenciantes des concurrents et afin **2**/de respecter les contraintes réglementaires notamment liées à la sécurité et aux rejets d'émissions polluantes. Ces contraintes imposées en Europe par la **Commission Européenne** et par **l'Agence pour l'Environnement** aux Etats-Unis (*EPA*) obligent les constructeurs à investir dans des équipements permettant de réduire notamment **les émissions de CO<sub>2</sub> et de particules de NO<sub>x</sub>** la plupart du temps au détriment de la marge de production. Le risque de pincement sur la marge des constructeurs est donc très important, d'autant plus qu'une très grande partie de leurs bases de coût est fixe, limitant flexibilité et adaptabilité quand la demande varie fortement.

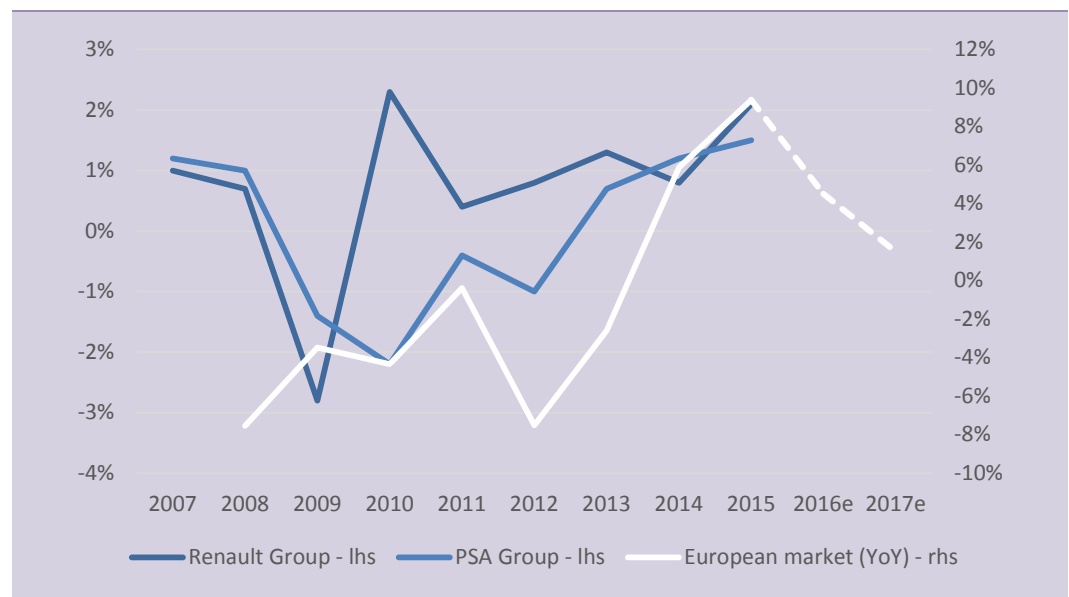
Aujourd'hui, dans la plupart des pays matures, les consommateurs ont besoin de moins de moins de salaires pour s'acheter un véhicule qu'avant, confortant l'idée de pression désinflationniste pesant sur le secteur. Basée sur les chiffres de l'INSEE il apparaît qu'en France il faut désormais **moins d'un an de salaire minimum (11,2 SMIC plus précisément)** pour s'acheter une **Clio Zen TCE90** contre près de **15 mois de SMIC de l'époque** pour s'acheter une **Renault 5 de 1980**. La catégorie est identique, les équipements et performances sont par contre meilleurs chez la Clio Zen de 2016, pour un montant moindre.

### 3.3.3. La traditionnelle guerre des prix n'aide pas

Le secteur automobile reste d'une façon générale très exposé à la composante «prix», à cause notamment de la production à l'amont de la demande et non après et donc à cause de l'effet stock qui oblige constructeurs, concessionnaires et revendeurs à ajuster les prix à la baisse pour écouler les stocks.

Bien que difficile à analyser car les promotions proposées par les différents acteurs du secteur restent locales, et surtout éphémères, il nous paraît intéressant de comparer l'effet prix (*effet indépendant de l'effet change et de l'effet mix*) publié par les deux constructeurs «milieu de gamme» français, **Renault** et **Peugeot** depuis 2007 avec l'évolution en volume de marché automobile européen (*qui représente toujours plus de deux tiers de leurs volumes*). On observe ainsi clairement une corrélation entre le niveau des immatriculations et le niveau des prix, les constructeurs ayant le plus faible «pricing power» étant obligé d'ajuster à la baisse le prix de leurs véhicules pour attirer le client. **Ces valeurs sont donc doublement pénalisées par la baisse du marché.**

**Fig. 29: Effet prix groupes Renault et PSA vs. Évolution du marché européen**



Source: Renault; PSA; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur les marchés matures que nous estimons potentiellement sous pression sur **la période 2016, 17 et 18** il nous paraît clair que la pression sur les prix va s'accroître, afin d'absorber le plus possible les coûts de production dans les usines, et afin de réduire les niveaux grandissants de stock.

Comme indiqué précédemment, la guerre des prix est plus intense dans le segment «milieu de gamme» que dans le segment «haut de gamme» car 1/le client final «haut de gamme» reste moins impacté par la

Les constructeurs «haut de gamme» ou «premium» souffrent moins de la guerre des prix que les constructeurs «milieu de gamme».

crise et 2/car les constructeurs «haut de gamme» peuvent plus facilement protéger leur «pricing power» et donc leurs marges grâce notamment à la technologie et à la qualité des produits.

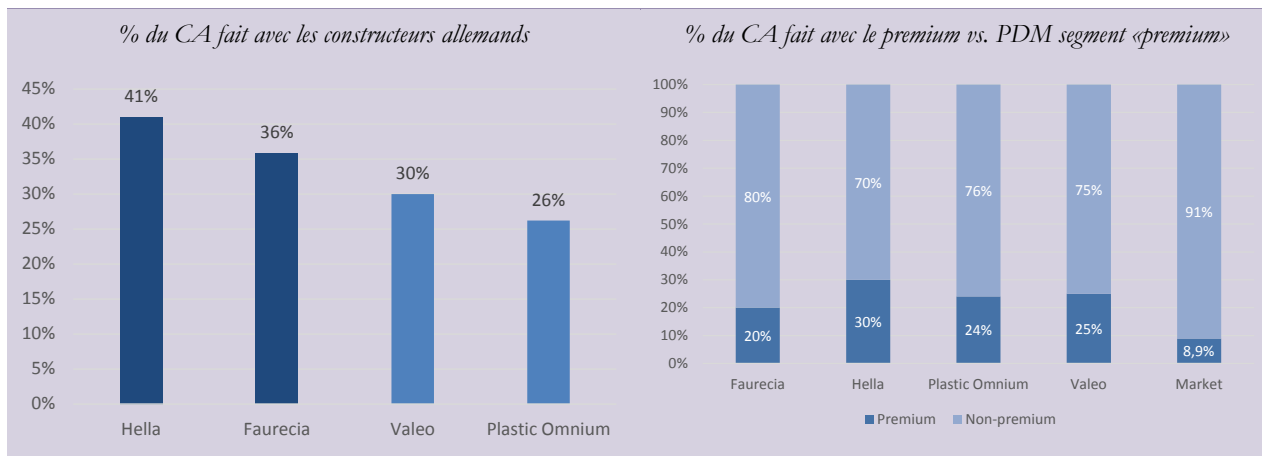
Nous attendons ainsi une pression sur les prix dans les principaux pays européens sur 2017 mais également aux Etats-Unis où le marché est en haut de cycle et montre des signes de ralentissement. La tendance apparaît encore plus alarmante en Chine depuis 2015, date du ralentissement du marché automobile, où les remises se sont multipliées et accompagnées de coûts d'assurance réduits ou encore de financements à taux zéro.

Faurecia et Hella sont les deux acteurs offrant la plus importante exposition en termes de CA avec les constructeurs allemands

Les constructeurs avec des portefeuilles produits riches sur les trois prochaines années devraient résister plus que la moyenne. Les constructeurs «premium» comme **BMW, Daimler, Volvo, JLR** ou **Ferrari (luxe)** devraient également mieux performer que des constructeurs plus généralistes comme **Renault, Peugeot**, ou encore **FCA**.

Nous privilégions ainsi les équipementiers fortement exposés aux groupes et marques «premium» chez qui l'effet prix négatif reflétant un effet déstockage sera plus réduit. Parmi les quatre équipementiers que nous initions, **Faurecia** et **Hella** sont les deux acteurs offrant la plus importante exposition en termes de CA avec les constructeurs allemands, et plus particulièrement avec **Daimler** et **BMW**. Valeo communique sur son exposition avec les constructeurs allemands sans nous donner son exposition par constructeur.

**Fig. 30: Une forte exposition aux constructeurs «premium» est gage de résilience pour les équipementiers**



Source: Faurecia; Plastic Omnium; Valeo; Hella; BMW; Bryan, Garnier & Co ests.

## 4. Seule l'innovation fait la différence

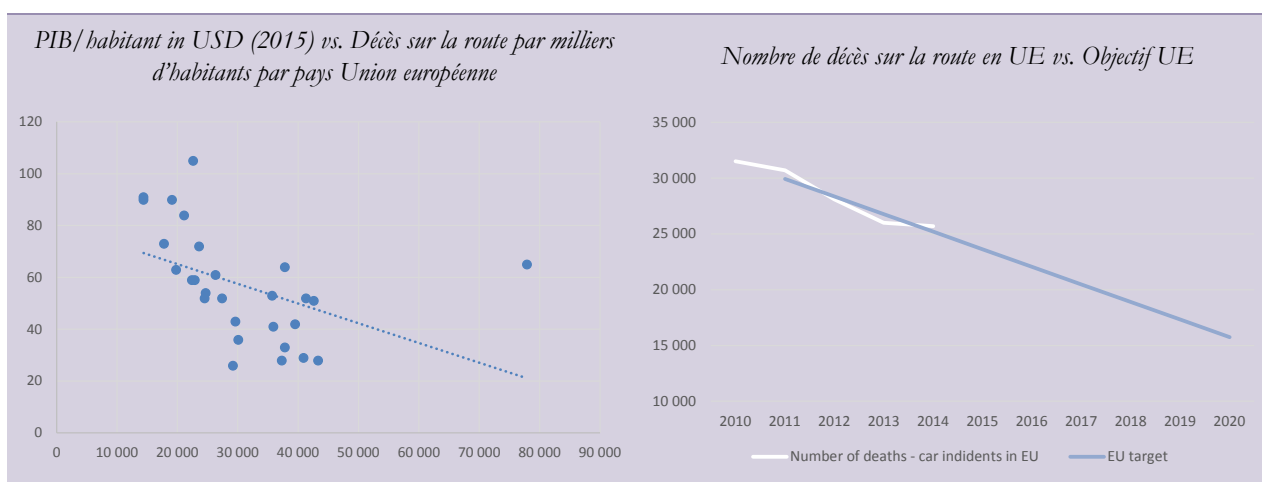
Dans un tel contexte désinflationniste mais également très contraignant réglementairement, les constructeurs automobiles n'ont d'autres choix que de continuer à alimenter cette spirale infernale (*toujours plus pour le même prix*) en intégrant de plus en plus d'innovations dans leurs produits. Ces choix expliquent aujourd'hui l'évolution du mix observée sur le marché mondial automobile depuis une dizaine d'années, les segments bas de gamme et moyens de gamme intègrent de plus en plus des équipements haut de gamme (*à qualité et efficacité moindre*), en décalage par rapport aux constructeurs premium tandis que les constructeurs premium se positionnent de plus en plus sur des catégories plus petites.

Le récent développement de l'industrie technologique à travers le déploiement des appareils connectés touche également depuis quelques années l'industrie automobile. Alors que la course à l'innovation portait autrefois plus sur la **motorisation et sur la sécurité passive des véhicules**, elle entre aujourd'hui dans une nouvelle phase où l'objectif final est de rendre le véhicule **1/le plus sûr possible** pour les conducteurs et passagers mais également pour les piétons, **2/plus connecté** à son environnement extérieur, afin de le rendre totalement autonome et enfin **3/le plus propre possible** (*moins polluant ou totalement décarboné*).

### 4.1. De la sécurité passive à la sécurité active

Bien que de plus en plus importante pour certains pays émergents, la sécurité routière dans les pays matures (*Europe, Etats-Unis, Japon*) reste un sujet prioritaire pour les différents gouvernements en place. A titre d'indication, en Union Européenne en 2014, **25 700 personnes sont décédées sur les routes** (*en baisse de 1% par rapport à 2013*), représentant **un taux de mortalité de 51 décès** pour un million d'habitants. L'Union européenne s'est donnée pour objectif de **réduire le nombre de décès par deux** en 2020 par rapport à 2010 à **15 750** en imposant de nouvelles règles de sécurité routière ou en promouvant l'intégration de systèmes de détection piétons par les constructeurs automobiles dans les nouveaux modèles. Il est important de remarquer que les statistiques de l'Union européenne montrent clairement **une corrélation entre le niveau de PIB/par habitant, et le taux de mortalité sur les routes**, laissant sous-entendre qu'en plus d'une évolution favorable du parc automobile dans ces pays/régions à plus faible PIB/habitant on devrait observer une évolution favorable du mix produit (*véhicules de meilleurs qualités, plus récents, et mieux équipés*) au profit des équipementiers qui seront ainsi doublement impactés positivement.

**Fig. 31: La corrélation entre PIB/habitant et nombre de décès sur la route est élevée**



Source: Commission Européenne; Bryan, Garnier & Co est.

### A l'origine, la sécurité passive

Dans tous les pays matures, l'accroissement de la sureté des voitures est devenu **une véritable priorité pour les gouvernements qui ont mis en place des règles de plus en plus strictes**, contraignant les constructeurs à développer des voitures plus sûres pour les conducteurs et piétons, sous contraintes de ne pas pouvoir les commercialiser.

En France **la ceinture de sécurité** a ainsi été rendue obligatoire en **1972**, tandis que **l'ABS** («*anti-lock braking system*») ainsi que **l'ESP** (*Electronic Stability Program*) ont été rendus obligatoires en Europe sur les nouveaux véhicules dès 2003 et 2012.

En Europe, l'organisme **Euro NCAP**, créée en **1997** et basé en **Belgique**, effectue des *crash tests* afin de tester les capacités dans le domaine de la sécurité passive des véhicules. A travers différents tests (*choc frontal, choc latéral, choc poteau, choc piéton*) l'organisme évalue le véhicule sur une échelle de **0 à 5 étoiles**, ce qui permet de bloquer la commercialisation d'un véhicule et de fournir aux consommateurs une évaluation de la sureté des voitures. Depuis sa création les tests se sont durcis, ainsi que les analyses (*plus de capteurs*) obligeant les constructeurs à dépenser plus en R&D afin non pas de rendre le véhicule plus solide mais plutôt afin d'avoir un véhicule qui se déforme pour plus facilement amortir les chocs (*seul la cellule de survie doit rester résistante*).

Le rôle joué par les équipementiers est clairement important dans le domaine de la sécurité et devrait ainsi continuer à s'accroître, au vue des nouvelles règles de plus en plus contraignantes imposées aux constructeurs. A travers ses tests, **Euro NCAP** n'évalue que la capacité d'un véhicule et de ses équipements à résister à différents chocs (*frontal, latéral...*) et à maximiser **le taux de survie des passagers mais également des piétons**. Aujourd'hui la sécurité passive est plutôt bien développée et le potentiel de croissance pour le secteur nous paraît plutôt limité, sauf dans les pays émergents. L'avenir de la sécurité se trouve désormais dans le développement de la sécurité active.

## Nous entrons dans l'ère de la sécurité active, l'Adas

Aujourd'hui c'est sur la **sécurité active, qui vise à éviter l'accident**, que se concentrent désormais les principales innovations en termes de sécurité. Sur ce marché, tiré principalement par le marché «premium», les dispositifs se comptent par dizaines : *éthylotest empêchant le conducteur éméché de démarrer son véhicule (Alcoguard chez Volvo), caméras mesurant la somnolence, limiteur et régulateur de vitesse intelligents, détection d'angles morts (des caméras permettent de les visualiser sur l'écran de bord et de supprimer ainsi les rétroviseurs), ou encore feux laser, qui permettront d'éclairer plus loin sans éblouir l'automobiliste en face.*

Les recherches effectuées par les constructeurs automobiles, les équipementiers pour le développement de la voiture autonome devraient également accroître le degré de sécurité active dans les nouveaux véhicules grâce au déploiement de capteurs, caméras et autres solutions électroniques embarquées via des systèmes d'aide à la conduite intelligents (*Adas : Advanced Driver Assistance System*). Ce marché devrait offrir un relais de croissance important pour les équipementiers présents sur ce segment (*Bosch, Valeo, Autoliv...*) d'autant plus si les réglementations dans les pays matures notamment se renforcent comme pour les systèmes de sécurité passive il y a quelques années.

## 4.2. De la voiture connectée à la voiture autonome

L'industrie automobile est en pleine mutation, comme beaucoup d'autres secteurs, suite au fort déploiement des appareils connectés et des technologies de communication embarquées (*In Vehicle Infotainment ou IVI*). Les constructeurs travaillent directement avec les équipementiers traditionnels mais également avec des nouveaux entrants dans le secteur technologique sur le développement de la voiture connectée (*navigation, multimédia, téléphonie, service...*) et sur la voiture autonome. Des acteurs étrangers au secteur automobile, tel **Google, Apple** ou encore **Uber**, développent également en interne des systèmes de pilotage automatique, en se servant de leur expertise technologique pour devancer les constructeurs historiques (*notamment dans le domaine de l'intelligence artificielle*).

Cette mutation augmentant le nombre d'équipements nécessaires au sein d'un véhicule devrait avoir un impact positif pour les équipementiers automobiles (*ou non-automobiles*) sans pour autant avoir un impact aussi positif pour les constructeurs. L'impact se verra plus sur les parts de marché que sur le prix moyen d'un véhicule, car nous estimons que malgré cette évolution positive du mix dans la voiture le pricing power restera identique chez les constructeurs, la concurrence obligeant les constructeurs à adapter les prix à l'évolution de la demande.

### Un mot sur le véhicule connecté...

Un véhicule connecté ou communicant est un véhicule relié avec son environnement. Cela commence par la **réception radio**, passe par le lien avec les **Smartphones** (*Wi-Fi, Bluetooth, NFC Near Field Communication*), avec les infrastructures (*localisation GPS, téléphonie GSM, etc.*) pour aller jusqu'au **Car2X** (*dialogue véhicule à véhicule ou à infrastructures*). Le véhicule interagit ainsi avec son environnement (*l'appel d'urgence, le Kit Main Libre...*) et fait naturellement partie d'un écosystème où tous les objets auront la capacité de communiquer entre eux. Il marque le passage d'un véhicule cloisonné à un véhicule étendu avec des extensions dans le cloud et dans les équipements nomades.

Les principaux constructeurs automobiles se sont lancés depuis quelques années dans une course à la connectivité en développant en interne ou à travers des partenariats avec des entreprises technologiques expertes en connectivité, des systèmes permettant à la voiture de se connecter à d'autres appareils intelligents et/ou au cloud.



D'après différentes études il apparaît que ce marché devrait croître de plus de **30%** par an entre 2014 et 2020 pour atteindre un CA total entre **USD120bn et USD140bn** fin 2020 et cette croissance se fera principalement autour de six principaux besoins: **1/l'assistant de conduite (>40% du marché potentiel), 2/la sécurité (29%), 3/les loisirs (8-9%), 4/le bien-être ( 7%), 5/la gestion du véhicule et 6/la gestion de la mobilité.**

Des **tableaux de bord tactiles, des modules de communication 2G, 3G ou 4G, des systèmes d'interfaces** entre le smartphone et le véhicule sont désormais développés par les constructeurs et les équipementiers et équipent ainsi de plus en plus de voitures en série. Comme souvent dans l'industrie cette tendance se propage d'abord à travers les marques et modèles premium où le pricing power est le plus important, avant de se propager aux véhicules «milieu de gamme» et ensuite «low-cost». Obligatoire sur le marché européen dès **avril 2018**, la boîte télématique avec fonction «Emergency call» pour permettre au véhicule de contacter directement les secours en cas d'accident, devrait être un exemple de relais de croissance pour les équipementiers présents sur ce segment.

Parmi les trois principaux équipementiers automobiles français, Valeo est l'acteur le plus présent sur le marché de la voiture connectée

Parmi les trois principaux équipementiers automobiles français, **Valeo** est l'acteur le plus présent sur le segment de la connectivité, notamment grâce à son partenariat avec **Capgemini** pour le développement des clés virtuelles, mais également grâce à sa récente acquisition de Peiker, l'acteur majeur de la télématique embarquée et de la connectivité en Allemagne. **Faurecia à travers son activité de tableau de bord est présent également sur ce marché, tandis que Hella s'y est positionné via ses composants électroniques. Plastic Omnium est néanmoins totalement absent de cette tendance, pour l'instant.**

**Fig. 32: Exemple de systèmes/applications développés pour la voiture connectée**

*La voiture connectée grâce à Valeo*



*Apple CarPlay système*



Source: Valeo, Apple; Bryan, Garnier & Co ests.

Il est important d'avoir en tête que ce marché de la voiture connectée est en perpétuelle évolution et englobe **une multitude d'interfaces/systèmes**. Cependant chez la plupart des équipementiers automobiles traditionnels il n'est pour l'instant pas question de récolter les informations récoltées par leurs produits à des fins de traitement, (*ce qu'on appelle le big data*) même si ce marché ouvre le champs au développement très vaste de nombreux services avec à la clef un marché potentiellement gigantesque. Nous pensons que ce marché devrait rester dans les mains des constructeurs ou d'entreprises technologiques telles Google ou Apple.

**Les équipementiers devraient se cantonner à développer les canaux qui seront utilisés ensuite par d'autres acteurs pour analyser les informations.**

### ...et sur le véhicule autonome

La frontière est aujourd'hui très floue entre le monde de la voiture connectée et le monde de la voiture autonome, la voiture autonome ayant besoin d'être connectée avec d'autres voitures et avec son environnement pour être parfaitement autonome.

Sur ce marché il faut retenir que l'automatisation de la conduite arrive de manière progressive sur les véhicules à travers **trois grandes étapes**:

- **la conduite assistée**: système qui gère soit le contrôle longitudinal, soit le maintien latéral du véhicule sur la route (*ACC Automatic Cruise Control, Lane Keeping ou encore le Traffic Jam Assist*). **Ces technologies imposent au conducteur de tenir le volant.**
- **la conduite automatique ou automatisée**: système qui gère à la fois le contrôle longitudinal et latéral du véhicule sans imposer au conducteur d'action sur le volant (*lâché de volant autorisé*) ou sur les pédales. **Toutefois le conducteur doit continuer à superviser le système en temps réel** et ne doit pas faire d'autres tâches que celles liées à la conduite.
- **le véhicule entièrement autonome**: dans ce mode de conduite, **le conducteur n'est plus requis pour superviser le système**, au moins pendant certaines phases. Il peut temporairement réaliser des tâches non liées à la conduite.

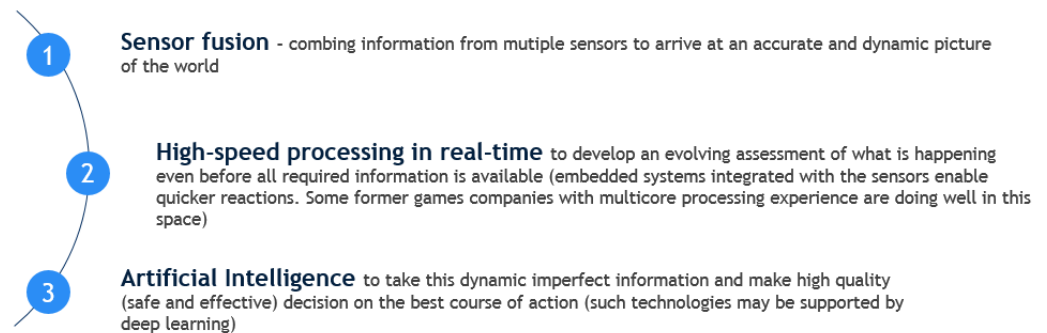
Le véhicule autonome communicant représente un enjeu technologique considérable pour une industrie aussi automatisée et globalisée, et implique de profondes évolutions dans la manière de concevoir les systèmes embarqués automobiles. Les services connectés génèrent également un nouveau marché où le positionnement des acteurs automobiles et *consumer electronics* reste encore à construire. Mais par-delà ces enjeux business ou technologiques, l'enjeu est également sociétal. **L'acceptation des différents degrés d'automatisation des véhicules par les clients et les pouvoirs publics se fera elle aussi par étapes ce qui peut limiter la croissance du marché à court et moyen terme.**

A ce jour la **convention de Vienne** (*convention qui fixe les grands principes de la circulation routière mondiale depuis 1968*), telle qu'elle est interprétée par les États, n'autorise toujours pas le déploiement du véhicule autonome sur les routes européennes, du moins sauf si les dispositifs peuvent être contrôlés voire désactivés par le conducteur. Auparavant totalement interdits, une modification de la convention européenne qui ne date que du **23 mars 2016** autorise ainsi désormais l'utilisation sur les routes européennes de **systèmes de maintien sur la voie, de respect des distances de sécurité, de navigation dans les embouteillages, d'assistance au stationnement, ou encore de freinage automatique d'urgence**. S'il a décidé d'accompagner les progrès technologiques, le régulateur n'a pas pour autant ouvert totalement la porte à la généralisation de la voiture autonome. L'amendement voté par l'UNECE ne change pas **l'article 8 de la Convention de Vienne**, qui officiellement oblige le véhicule à avoir un conducteur et limite ainsi les bénéfices de la conduite autonome (*travail, repos, lecture*). Le conducteur qui utilise les systèmes d'aide à la conduite doit rester concentré, prêt à reprendre en main son volant.

En ce qui concerne le marché américain, très pionnier dans ce domaine, le manque de cohérence et d'harmonie en ce qui concerne la législation entre les états pourrait limiter la croissance potentielle du véhicule autonome. Ainsi lors des deux dernières années, **vingt-trois Etats américains** ont introduit des législations diverses qui pourraient affecter ce marché dès lors qu'elles se contredisent entre elles. Ces contraintes législatives en Europe et aux Etats-Unis n'ont cependant pas empêchés **Google, Tesla, Delphi, Valeo, BMW, Volvo, Uber**, ou encore **PSA et Renault** d'expérimenter en conditions réelles la conduite de leurs prototypes de véhicules autonomes. Les partenariats entre constructeurs, équipementiers automobiles et sociétés technologiques se sont clairement renforcés grâce au développement de ce marché.

Nous estimons que le développement de ce type de véhicule dans le parc automobile mondial nécessitera le déploiement et la combinaison de trois types de technologie : **1/**la multiplication du nombre de capteurs (*connectés entre eux*) intégrés à la carrosserie afin de mieux appréhender l'environnement extérieur du véhicule , **2/**le développement et l'intégration de systèmes permettant le traitement d'information à haute vitesse, et enfin **3/**l'incorporation de systèmes d'intelligence artificielle permettant au véhicule de prendre des décisions basés notamment sur une mémoire intelligente. Les différents rapprochements et acquisitions ont d'ailleurs principalement eu lieu dans ces trois domaines d'expertise.

**Fig. 33: Le véhicule autonome a besoin de trois technologies clés**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 34: Des partenariats entre constructeurs, équipementiers et acteurs technologiques externes**

Industry Partnerships		
Aug. 2016		Partner on humanlike intelligence to the machine learning modules of Ford autonomous vehicle virtual driver system
Aug. 2016		Partnership to develop base vehicle for autonomous car
Aug. 2016		Working to develop self-driving systems
Jul. 2016		Collaboration to bring solutions for highly and fully (level 3 to 5) automated driving into series production by 2021
May 2016		Create & Operate self-driving vehicles by 2017
Mar. 2016		"Platooning" Trip, the first-ever cross-border run by multiple trucks controlled by a lead truck connected through wireless signals
Mar. 2016		Partnership to develop new vehicle connectivity and telematics services
Sept. 2015		Drive Me project: the world's first largescale autonomous driving (AD) initiative
Jul. 2015		Partner on innovative mapping technology for automated driving
March 2015		Alliance for the design of front-facing camera & sensor systems
Apr. 2014		Partner on the development of low-cost LiDAR systems



















Major Industry R&D investments		
Sept. 2015		Release of a semi-autonomous prototype
Sept. 2013		Partnership to develop base vehicle for autonomous car
Mar. 2016		Creation of Ford Smart Mobility in March 2016, a new subsidiary focused on connectivity, autonomous vehicles, and mobility
Mar. 2016		Ramped up investments in AI and seted up a new business unit to develop "hyperconnected" and self-driving cars
Mar. 2016		Hired professors and researchers from Stanford University, MIT, and the entire staff of the autonomous vehicle company Jaybridge Robotics
Jul. 2015		Reveal of V-Charge project, where an eGolf equipped with sensors, 3D maps, etc. will find open parking spaces in a garage and park without human input
Oct. 2015		World's first successful trial run of a driverless bus, in line with the aim of realizing unmanned bus transit
Feb. 2016		Poached nearly the entire Carnegie Mellon Robotics Lab (40 engineers) and partnered with the University of Arizona to develop better mapping and optical safety technology
Jan. 2016		Release of the Nvidia Drive PX2, a powerful computing platform for autonomous cars

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Des vagues de fusions ont également tiré le secteur depuis 2014, avec notamment des acquisitions technologiques de la part des acteurs les plus dominants, désireux de renforcer leur expertise sur ce marché prometteur.

Dans notre univers de couverture, seul Valeo est très actif en termes de partenariats ou de M&A dans le domaine du véhicule autonome. En plus de ses deux partenariats avec Mobileye et Safran, signés respectivement en Mars 2015 et Septembre 2013, le groupe a récemment acquis une société spécialisée dans la télématique à bord, en rachetant l'équipementier allemand Peiker en Janvier 2016.

**Fig. 35: Un marché M&A très dynamique sur le secteur**

OEMs					Tier-1 Suppliers				
Jul. 2016		SAIPS	3D vision technology	n.a.	Mar. 2016			Driver assistance sensors for automated driving	n.a.
Jul. 2016		Velodyne LIDAR	LiDAR technology	n.a.	Jan. 2016			Onboard telematics & mobile connectivity solutions	n.a.
Mar. 2016			Autonomous vehicle software technology	\$6m	Oct. 2015			Stake in Quanergy - low cost laser sensor	n.a.
Mar. 2016		CRUISE	Autonomous vehicle software technology	\$1bn+	Jul. 2015			Embedded software solutions for connected car industry	€600m EV/sales : 3.5x
Mar. 2016		JAYBRIDGE ROBOTICS	Vehicle automation	Acquire	Jul. 2015			Automated driving software	n.a.
Jul. 2015	 		Real-time mapping & location system	€2.55bn EV/sales: 2.9x	Sept. 2014			Safety, communication, efficiency & near-vision system	€150.9m EV/sale: 0.3x
Software Providers									
Aug. 2016			Self-driving trucking solutions	\$600m					
Oct. 2015			Bing Map, mapping asset of Microsoft	n.a.					
Mar. 2015			Mapping platform offering search, "Near Me Now" discovery	n.a.					

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Au-delà de la législation qui limite encore clairement le développement du véhicule autonome, la question de la responsabilité de ce type de véhicule lors d'un accident pose également problème (cf. section sur l'assurance page 39).

De plus malgré l'attrait de plus en plus grand de la population pour les dernières technologies, le véhicule autonome ne fait pour l'instant pas l'unanimité parmi les utilisateurs. Selon une étude récemment réalisée par l'Université du Michigan, 45,8% des conducteurs préfèrent garder le contrôle total de leur véhicule lors de la conduite tandis que 38,7% des interrogés seraient eux intéressés par des fonctionnalités semi-autonomes qui sont déjà en circulation (systèmes d'aide au stationnement ou cruise-control par exemple). Seuls 15,5% des interrogés se verraient au volant d'un véhicule **totalelement autonome...**

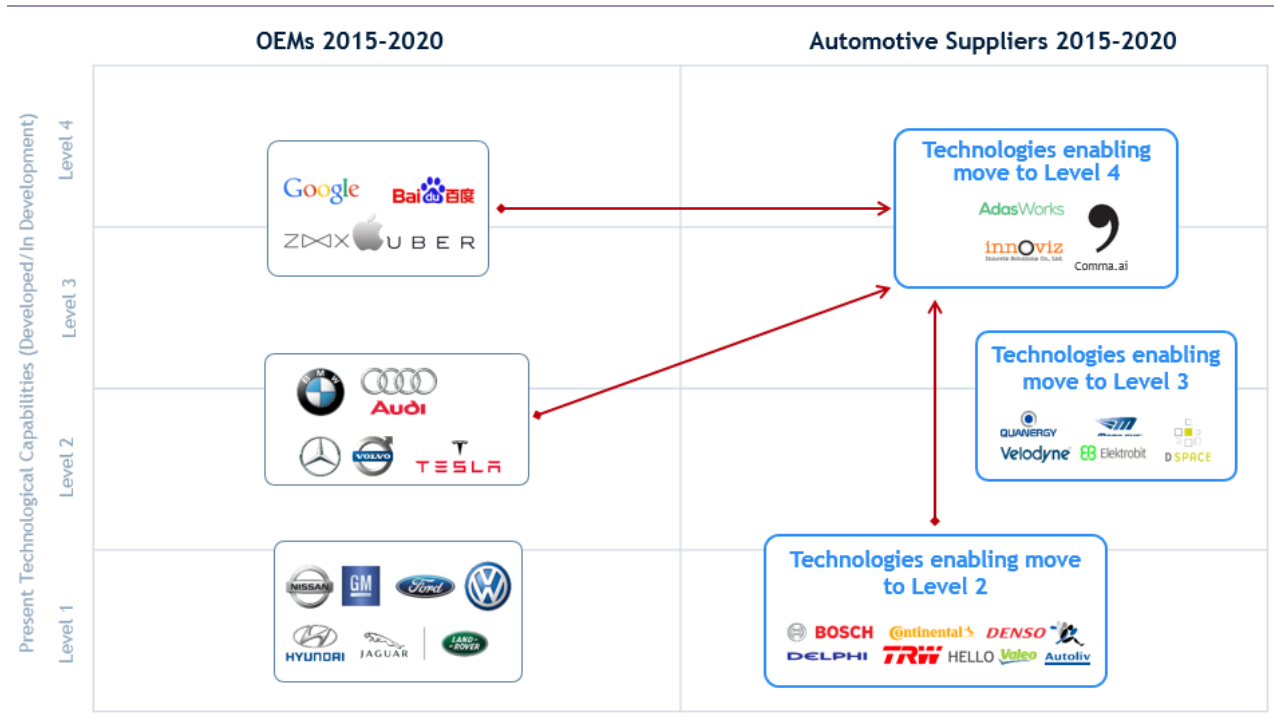
L'importance de la voiture autonome dans l'industrie automobile va clairement s'intensifier dans les années à venir même si des barrières culturelles et légales devraient continuer à ralentir son développement sur le court et moyen terme. Nous estimons cependant que le déploiement du véhicule semi-autonome devrait quant à lui être exponentiel sur cette même période, au profit des équipementiers développant **capteurs, radars, caméras, LiDAR (télémetre laser) ou encore systèmes de freinage automatiques.**

Ainsi, nous n'excluons pas d'autres acquisitions de la part des principaux constructeurs, ou encore équipementiers automobiles dans les domaines innovants du marché de l'ADAS. Des acteurs spécialisés comme **Innoviz, AdasWorks** ou encore **Comma.ai** pourraient également devenir des cibles pour les nouveaux entrants dans le secteur (*Google, Uber...*) étant donné l'appétit grandissant de

D'après une étude de l'Université du Michigan, seuls 15,5% des interrogés se verraient au volant d'un véhicule totalement autonome...

ces grandes entreprises pour les technologies LiDAR/GPS (les constructeurs automobiles privilégiant pour l'instant l'utilisation de capteurs).

**Fig. 36: Des acquisitions encore à venir ?**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre univers BG d'équipementiers automobiles, pour rappel, seuls **Valeo** et **Hella** (à travers ses composants électroniques) offrent des solutions innovantes (ADAS) aux constructeurs utiles pour le déploiement du véhicule semi-autonome ou totalement autonome.

## Impact sur le secteur Assurance : la menace lointaine

Écrit par **Olivier Pauchaut**, analyste Assurance (+33 1 56 68 75 49 - [opauchaut@bryangarnier.com](mailto:opauchaut@bryangarnier.com))

### 2 chiffres:

- **40%**: c'est ce que représentent les primes d'assurance automobiles au sein de l'activité globale d'assurance dommages, ce qui en fait l'une des branches les plus importantes du champ assurable.
- **90%**: la part des accidents de la route causés par une erreur humaine.

Ces 2 chiffres suffisent à mettre en évidence le caractère potentiellement disruptif de l'avènement de véhicules totalement autonomes. A ce stade, la visibilité manque sur ce à quoi pourrait ressembler l'assurance automobile à l'époque du véhicule autonome, mais les premières études suggèrent une baisse de **80%** de la fréquence des sinistres et une baisse de **60%** du coût des sinistres (*baisse du sinistre moyen en raison de réparations plus complexes et onéreuses*). **Excellente nouvelle pour les assureurs ?** Pas tout à fait, car la diminution du risque dans une branche aussi compétitive que l'assurance automobile se traduira mécaniquement par une baisse des primes d'assurance, rendant intenable les structures de coûts fixes d'une branche déjà structurellement déficitaire (*ratio combiné > 100%*). Au final, il fait peu de doutes que le consommateur y gagnera, mais c'est moins évident pour l'assureur.

Au-delà des impacts financiers potentiellement colossaux, c'est la façon même d'appréhender l'assurance automobile qui pourrait être remise en question. Aujourd'hui, l'assurance automobile est essentiellement (**85%**) **une activité retail**, dans laquelle la notion de responsabilité du conducteur est centrale (*Convention de Vienne de 1968*). Après-demain, avec l'inévitable élargissement de la notion de responsabilité (*le constructeur ? le fournisseur de la technologie embarquée ? le concepteur de l'algorithme ? la société chargée de la transmission des données ? l'usager ?*), la physionomie du marché pourrait changer. On peut ainsi imaginer que les constructeurs de véhicules autonomes fassent assurer eux-mêmes les véhicules qu'ils vendent ou qu'ils mettront en location, transformant l'assurance automobile en activité de gros basée sur la notion de responsabilité produits.

L'avènement des véhicules totalement autonomes **n'est toutefois pas pour demain**. A plus court terme, notre réalité devrait davantage ressembler à une longue phase de montée en puissance des véhicules semi-autonomes. Or le développement de ce type de véhicules ne nécessite pas d'évolution du cadre réglementaire et de la notion de responsabilité puisque le véhicule semi-autonome doit par essence rester en permanence sous le contrôle du conducteur. Les implications pour l'assurance automobile sont donc plus limitées, bien que non-nulles, et les assureurs sont actuellement en quête d'une courbe d'expérience qui leur permettra de mieux appréhender l'évolution du risque, donc du pricing. A titre d'exemple, **Allianz**, dont le centre de recherches européen sur les risques automobile a démontré l'efficacité de certains dispositifs, vient de lancer en France un contrat dédié aux véhicules équipés au moins d'un système de freinage d'urgence, d'un dispositif de stationnement automatique (*gestion de la direction, de l'accélération et du freinage*) ou d'un régulateur de vitesse adaptatif (*permettant de garder ses distances de sécurité*), qui prévoit notamment une réduction de **25%** de la prime d'assurance. Une offre similaire serait en préparation pour le marché allemand. Il serait toutefois erroné de conclure que l'assurance automobile va connaître de fortes pressions déflationnistes à court terme. Ainsi, les assureurs français estiment que les véhicules semi-autonomes représentent actuellement **3-4%** des véhicules vendus mais **< 0.5%** des véhicules en circulation. Si nous convenons que la part des véhicules semi-autonomes va vite progresser en termes de ventes (*30% à horizon 2020 ?*), leur part dans le stock ne devrait pas dépasser **5%** à cet horizon. **Il faut donc y voir une évolution certes inéluctable mais lente, qui laissera aux assureurs un temps d'adaptation suffisant. Bref, une nouvelle illustration que dans l'assurance, la notion de stock prime sur celle de flux.**

Dans la plupart des grands pays européens, les mutuelles détiennent traditionnellement des parts de marché élevées, pouvant dépasser **50%**. C'est notamment le cas en France, où les bancassureurs sont aussi de redoutables concurrents. **Chez les assureurs composites que nous couvrons (Allianz, AXA, Zurich), l'assurance automobile représente 25-40% des primes dommages.**

### 4.3. Vers des voitures de plus en plus propres

#### Moins d'émissions de CO<sub>2</sub>

La nécessité de réduire la consommation en carburant est devenue prioritaire pour les constructeurs lorsque l'Union européenne, le Japon et les Etats-Unis ont progressivement imposé des standards contraignants concernant les émissions de CO<sub>2</sub>/km. Le secteur du transport représentant environ un tiers des émissions mondiales de CO<sub>2</sub>, des réglementations dans les pays matures ont rapidement été mises en place afin de réduire son impact sur l'environnement mais également sur la santé de la population.

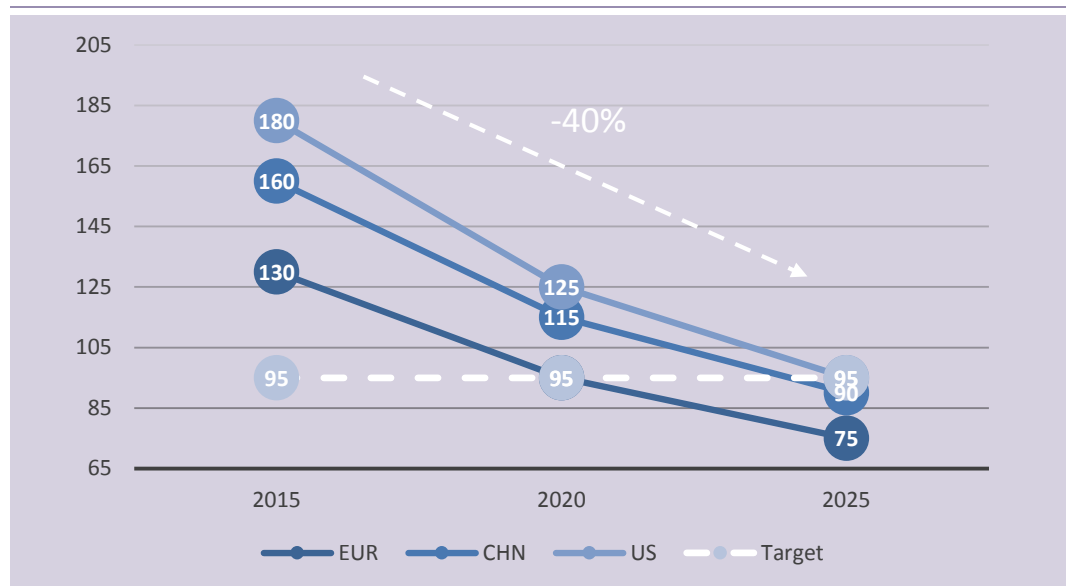
L'Union européenne a fixé un objectif de de 95g/km de CO<sub>2</sub> pour chaque constructeur produisant et commercialisant des nouveaux véhicules dans la zone.

En Europe par exemple, l'Union Européenne fixe un objectif de **95g/km de CO<sub>2</sub>** en 2020 comme moyenne pour chaque constructeur produisant et commercialisant des nouveaux véhicules dans la zone.

Cette norme étant une moyenne imposée aux constructeurs, si ces derniers veulent continuer à produire des véhicules de grosses cylindrées, ils devront compenser en commercialisant des modèles rejetant beaucoup moins de CO<sub>2</sub>, soit de très faibles cylindrées, soit hybrides ou électriques. En plus d'être une moyenne, en 2020, **95%** des voitures neuves mises sur le marché par les constructeurs ne devront pas dépasser cet objectif moyen. La restriction s'étendra ensuite à **100%** des voitures à la fin de l'année 2020. Afin de parvenir à une balance de **95g/km de CO<sub>2</sub>** en 2020, les constructeurs pourront cependant s'appuyer sur un système de basification qui pondère de façon avantageuse les véhicules émettant moins de **50g/km de CO<sub>2</sub>**. Ainsi chaque véhicule peu polluant comptait pour **3.5 voitures en 2013** et devrait compter pour **2 en 2020 et passera ensuite à 1 à partir de 2023** pour les voitures émettant moins de **35g/km de CO<sub>2</sub>**.

Ce même type de contraintes réglementaires existe également dans d'autres pays matures tels que les **Etats-Unis ou le Japon**. La Chine également s'est récemment lancée dans la chasse aux émissions obligeant les constructeurs à modifier la façon de concevoir les véhicules. Ces contraintes réglementaires obligent les constructeurs et donc les équipementiers automobiles à innover afin de rendre le véhicule le plus propre possible.

**Fig. 37: Des objectifs de réduction d'émissions de CO<sub>2</sub> contraignants (CO<sub>2</sub> g/km)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.



Il existe aujourd'hui différents moyens pour un constructeur de répondre à ces exigences de réduction des émissions de **CO<sub>2</sub>**, moyens la plupart du temps mis à disposition par des équipementiers automobiles. Nous en avons recensé **six principaux** :

- **L'allégement du véhicule** : l'utilisation de matériaux plus légers tels **le carbone** ou le **composite** pour le plancher ou le haillon d'un véhicule par exemple permet ainsi de réduire drastiquement le poids du dit véhicule. Le propylène peut également être remplacé par de la fibre végétale par exemple. Il est important d'avoir en tête que **10kg** d'allégement du poids du véhicule permet de réduire les émissions de **CO<sub>2</sub>/km de 1 g**.
- **L'hybridation du véhicule** : en associant le moteur thermique à un moteur électrique ou à air comprimé et à un système de stockage d'énergie le constructeur est capable de réduire drastiquement la consommation d'essence/de diesel au km (-25%) et donc de réduire les émissions de **CO<sub>2</sub>**.
- **Le downsizing moteur** : réduire la cylindrée d'un moteur sans en dégrader la puissance finale permet aux constructeurs de diminuer la consommation d'essence/de diesel ainsi que de réduire la taille et le poids du moteur et donc de réduire les émissions de **CO<sub>2</sub>**.
- **La récupération d'énergie** : grâce au système de récupération de l'énergie cinétique (*SREC*) utilisé lors du freinage d'un véhicule électrique, il est ainsi possible de récupérer de l'énergie et donc d'accroître l'autonomie du véhicule. Ce système est également utilisé pour recharger la batterie d'un véhicule thermique et ainsi assurer les différents redémarrages liés au système Stop&Start.
- **L'aérodynamisme** : plus l'aérodynamisme d'un véhicule est important plus sa pénétration dans l'air est élevée et donc plus la consommation d'essence est réduite, au profit des émissions de **CO<sub>2</sub>**.
- **La résistance au roulement** : plus la résistance au roulement est réduite grâce notamment à l'utilisation de pneus dits économiques ou à faible résistance au roulement, plus la perte d'énergie est faible, et donc plus la consommation de carburant l'est également au profit des émissions de **CO<sub>2</sub>**. Il est important d'avoir en tête que **20%** de la consommation d'énergie du véhicule est due au pneumatique.

Nous avons identifié quelques produits innovants répondant aux contraintes de poids et d'émissions de **CO<sub>2</sub>** dans «le portefeuille produits» de **Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo**. Ces produits devraient générer une part importante de la croissance des trois groupes dans les années à venir.

**Fig. 38: Des solutions chez certains équipementiers**

Equipementiers	Produits/Solutions répondant aux contraintes de poids et d'émissions de CO <sub>2</sub>
<b>Plastic Omnium</b>	Hayons en matériaux composites (30% d'allègement par rapport à l'acier)
	Pièces de structure composites (25-30% d'allègement par rapport à des pièces en métal)
	Pièces de carrosserie et de structures poids lourds (10-30% d'allègement par rapport à l'acier)
	Becquets et pièces de carrosserie (ailes - 40% d'allègement par rapport à l'acier)
	Systèmes à carburant en plastique (30% d'allègement de poids par rapport à l'acier)
	Systèmes à carburant pour véhicules hybrides
<b>Faurecia</b>	Systèmes de récupération de chaleur EHRS (70% de l'énergie du carburant récupéré, - 2kg)
	Structures de siège en alliage de magnésium (15% d'allègement par rapport à l'acier)
	Ligne d'échappement allégée (20% d'allègement par rapport à l'ancienne version)
<b>Valeo</b>	Systèmes de propulsion Hybrid4ALL plus performant (15% de baisse de consommation de carburant)
	Systèmes Stop-Start (15% de baisse de consommation de carburant en conduite urbaine dense)
	Systèmes d'essuyage AquaBlade (réduction de moitié de la quantité de liquide requise, -2 kg)
	Moteurs Dual Direct Drive pour système d'essuyage (30% de gain de poids, - 1,7 kg)
	Boîtes de vitesse à double embrayage (6-10% de réduction d'émissions de CO <sub>2</sub> )
<b>Hella</b>	Transformateurs de voltage 12-48V (économie de carburant de 0,5l/100km)
	Modules de commande automatique (économie de carburant de 0,8l/100km)

Source: Companies data; Bryan, Garnier & Co ests.

### Et moins de particules de NO<sub>x</sub>

Les constructeurs automobiles doivent également respecter des normes réglementaires de plus en plus contraignantes vis-à-vis des **rejets de particules fines et d'oxydes d'azotes (NO<sub>x</sub>)** notamment en ce qui concerne les véhicules équipés de moteurs diesel (*un moteur diesel émet plus de gaz toxiques qu'un moteur essence du fait du plus fort taux de compression*).

Contrairement à la **Suisse** ou aux **Etats-Unis**, les **pays européens**, du fait notamment de leur surexposition aux motorisations diesel, ont été extrêmement lents à mettre en place une législation coercitive. A titre d'indication, le **catalyseur** (*dispositif anti-pollution ajouté au système d'échappement d'un véhicule à moteur*) ainsi été rendu obligatoire dans l'état américain de la Californie en 1975. Il était devenu courant en Suisse en 1985, et il est progressivement apparu en Europe sur les voitures de forte cylindrée à la fin des années 1980, mais il n'a été obligatoire sur toutes les voitures neuves qu'au 1<sup>er</sup> Janvier 1993 avec la norme **Euro 1**, 18 ans après la Californie. Aujourd'hui la dernière norme en vigueur depuis Septembre 2014 pour les homologations de nouveaux véhicules et depuis Septembre 2015 pour les nouvelles immatriculations est la **norme Euro 6**.

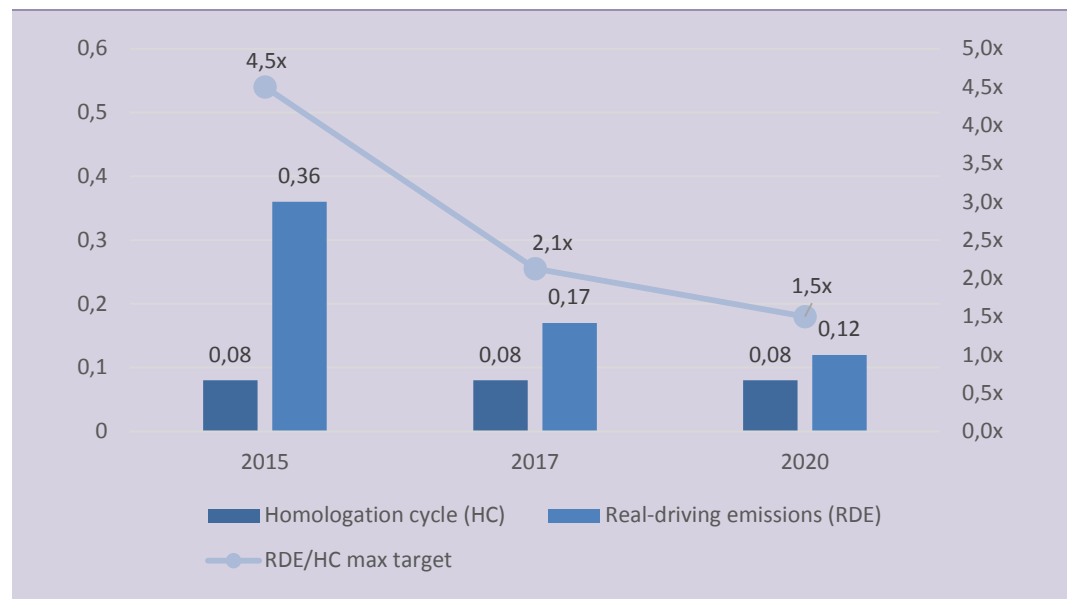
Depuis le **1<sup>er</sup> septembre 2015**, tous les véhicules particuliers neufs provenant des États membres de l'UE sont donc soumis à la **norme Euro 6**. Elle fixe notamment de nouveaux plafonds d'émissions pour les oxydes d'azote émis par les véhicules diesel à **80mg/km**, soit une réduction de plus de **50%** par rapport à la précédente norme, la norme **Euro 5** et de plus de **80%** par rapport à la norme **Euro 3**. Il est cependant important de noter que ces plafonds d'émissions sont des plafonds pour des analyses effectuées sur les véhicules durant le **cycle d'homologation officiel** et non durant un **test aux conditions réelles de circulation**.

**Fig. 39: Emissions des normes européennes pour les moteurs diesel et essence sur les polluants**

g/km		Monoxyde de carbone (CO)	Hydrocarbures (HC)	Hydrocarbures non méthaniques (NMHC)	Oxydes d'azote (NOx)	HC+Nox	Particules
Euro 1	Essence	2,72				0,97	
	Diesel	2,72				0,97	0,140
Euro 2	Essence	2,20				0,50	
	Diesel	1,00				0,70	0,080
Euro 3	Essence	2,20	0,20		0,15		
	Diesel	0,64			0,50	0,56	0,050
Euro 4	Essence	1,00	0,10		0,08		
	Diesel	0,50			0,25	0,30	0,025
Euro 5	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,18	0,23	0,005
Euro 6	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,08	0,17	0,005

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Suite au **scandale VW** et aux différentes révélations concernant l'existence d'écarts importants entre les émissions réelles et les émissions durant les tests (*en France les tests effectués au T1-16 par une commission indépendante mandatée par le ministère de l'environnement ont révélé que sur les 52 véhicules testés deux véhicules sur cinq ont émis 5 fois plus d'émissions de NOx que le plafond autorisé et trois véhicules sur cinq ont émis plus de 20% de CO<sub>2</sub>/km qu'autorisé*) la Commission Européenne a avalisé la mise en place de tests d'émission en condition de conduite réelle (RDE pour Real Driving Environment) tout en donnant du temps aux constructeurs pour être en règle avec ses nouveaux tests. Ainsi dans un premier temps les écarts entre émissions théoriques et émissions réelles (*effectuées à travers le teste RDE*) ne doivent pas dépasser plus de **110% en 2017** (*soit un facteur de conformité à 2.1 au maximum*) pour ensuite ne pas dépasser **50% en 2020**. Cette nouvelle mesure qui implique une baisse des émissions de NOx de **70%** sur la période devrait offrir de grandes opportunités pour les équipementiers présents sur le marché du contrôle des émissions.

**Fig. 40: Une nouvelle norme européenne moins contraignante et plus facilement atteignable**


Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Il existe aujourd'hui plusieurs techniques de dépollution, qui permettent de réduire de plus de **90%** les émissions de particules polluantes. Ainsi, en plus du **filtre à particules (FAP)** qui est aujourd'hui indispensable pour contenir les émissions de particules fines provenant d'un véhicule diesel, les nouveaux véhicules diesel vont devoir être équipés soit d'un **système SCR (réduction catalytique sélective)** soit d'un **système NOx-trap** afin de respecter la nouvelle norme Euro 6 entrée en vigueur en Europe fin 2015 pour les nouvelles immatriculations mais également afin de respecter les normes plus contraignantes de l'EPA (*Environmental Protection Agency*). Auparavant suffisant pour respecter les normes Euro 5 et les normes précédente, **le système EGR (vannes EGR) n'est aujourd'hui plus adapté aux nouvelles contraintes réglementaires. Le système ne peut plus être utilisé seul car il ne réduit que 85% des NOx à la source d'où ce besoin de le coupler avec un système SCR ou un NOx-trap.**

#### Le système SCR, plus efficace mais plus cher et plus contraignant pour l'utilisateur

Parmi les deux solutions évoquées, la plus sophistiquée mais aussi la plus efficace est sans conteste le **système SCR (Selective Catalytic Reduction)**, qui permet grâce à la pulvérisation d'urée liquide une transformation chimique des oxydes d'azote (*réduction*) en diazote et en vapeur d'eau. Cette technologie revendique une efficacité proche des **90 à 95%** dans le meilleur des cas mais coûte **€100 à €200** de plus qu'un système de **NOx-trap** traditionnel (*un système complet SCR coûte entre €300 et €500 par véhicule*). L'autre contrainte de ce système réside dans l'utilisation du véhicule puisque l'utilisateur doit remplir tous les **20 000 km son réservoir d'AdBlue (solution aqueuse à base d'urée)** afin de rendre le système efficace.

Moins efficace, le système **NOx-trap** n'est efficace qu'à **70%** car il est moins souvent utilisé que le système SCR à cause du problème de colmatage qui bloque la vanne EGR. Ce problème oblige le constructeur à réduire le nombre de processus de recirculation ce qui implique une remontée de la température et donc une hausse du taux de NOx et ainsi dépasser la quantité de NOx que le NOx-

trap peut traiter. Comme le SCR est capable de traiter un volume supérieur de gaz d'échappement, il s'avère moins sensible que le piège à NOx à la baisse du taux de recirculation des gaz. Contrairement à PSA qui utilise la technologie SCR, Renault avait opté pour l'autre technologie comme beaucoup de véhicules de la marque VW, ce qui a expliqué pourquoi ses véhicules testés ont dépassés les normes européennes.

Nous estimons donc que progressivement tous les constructeurs de véhicules diesel devront passer au système SCR. Dans sa présentation « Investor Day » de 2016 Faurecia a indiqué que le marché mondial du contrôle des émissions devrait croître de 4% par an entre 2015 et 2025 pour atteindre **€66Md** grâce donc aux évolutions de la régulation sur les véhicules, mais également grâce au développement du véhicule hybride et grâce à l'émergence de réglementation concernant les véhicules commerciaux et les véhicules très puissants (*tracteurs, bus, camions...*).

Sur le marché des systèmes SCR, **Bosch, Plastic Omnium** et **MGI Coutier** sont en forte concurrence et ambitionnent chacun de leur côté d'augmenter leurs parts de marché. **Plastic Omnium** qui développe les réservoirs, mélangeurs et systèmes annexes d'AdBlue, dispose actuellement de 13 partenaires avec des constructeurs automobiles mais n'équipe pas la marque VW tandis que Faurecia qui lui produit et propose également des systèmes de structure SCR revendique une position de leadership sur ce segment. A noter que ces deux acteurs français développent en parallèle et séparément des alternatives au système SCR traditionnel à l'urée.

**Etant donné que seule l'innovation permettra d'atteindre les différents objectifs imposés par les gouvernements en matière d'émission de CO<sub>2</sub> et de particules de NOx, nous pensons que le rôle joué par les équipementiers automobiles dans la création de valeur devrait perdurer. Les produits et solutions proposés par Faurecia, Plastic Omnium, Valeo, Continental, ou encore Hella vont dans ce sens et devraient permettre à ces groupes de continuer à surperformer le secteur dans les années à venir.**

## 4.4. Un avenir pour le véhicule décarboné?

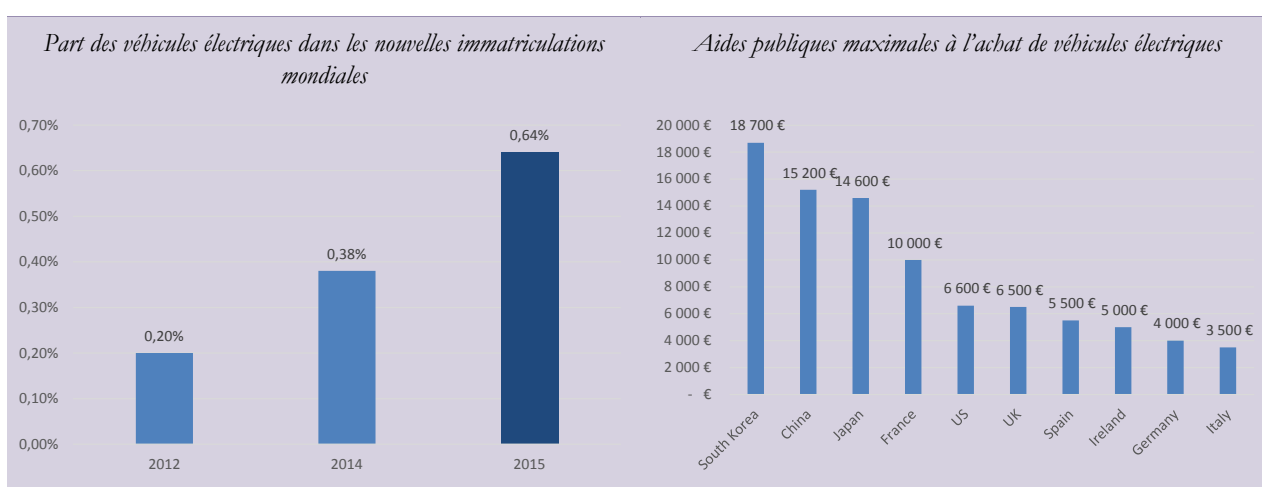
A l'heure où le marché automobile mondial a tendance à ralentir, une niche se démarque des moteurs thermiques traditionnels développés par tous les constructeurs automobiles: **les véhicules entièrement et/ou partiellement décarbonés.**

Ce terme regroupe aujourd'hui: **1/ les véhicules hybrides** (*possédant une double motorisation thermique et électrique alimentée par une petite batterie ne permettant à l'électrique de ne prendre le relai qu'en de rares occasions: arrêts et redémarrages, et de se recharger en roulant*); **2/ les véhicules hybrides rechargeables** (*bâti sur le même concept mais avec une batterie d'une plus grande capacité, nécessitant d'être rechargée sur une borne, assurant une réelle autonomie pour le véhicule, le moteur thermique prenant le relais en situation de grande vitesse ou lorsque la batterie est déchargée*) et enfin; **3/ les véhicules électriques** (*uniquement dotés d'un ou plusieurs moteurs électriques alimentés par une batterie de grande capacité et nécessitant d'être rechargé sur une borne*).

Représentant environ **550 000 immatriculations** en 2015 sur les **86 millions de véhicules légers neufs vendus** dans le monde (*soit 0,6% du marché mondial contre 0,38% en 2014*) le véhicule électrique reste un **marché de niche**. Les véhicules hybrides eux ont un taux de pénétration plus élevé dans les parcs en circulation contrairement aux modèles électriques purs qui peinent à convaincre les clients du fait notamment de la faible autonomie de la batterie (*de 70 à 200km*) et du prix encore très élevé (*à cause de la batterie*), avec une part de marché entre **2 et 3%**. La part de marché de ce type de véhicule reste pour l'instant très faible, néanmoins, le récent effet de mode, la prise de conscience

environnementale et surtout les mesures gouvernementales ont permis la multiplication du marché par plus de 3 en seulement trois ans grâce notamment à une offre produit qui s'est élargie. Au-delà de l'offre commerciale, il est important d'avoir en tête que leur **développement reste aussi tributaire des subventions** mises en place par la plupart des gouvernements dans les principaux marchés automobiles (*subventions à l'achat, exonération de taxes et autres avantages non financiers*); subventions qui seront nécessaires jusqu'à ce que la technologie devienne plus mature et proche de la parité en terme de coût avec les moteurs thermiques (*comme les technologies renouvelables sur le marché de l'énergie*). Aujourd'hui le prix proposé par Renault pour sa Zoé, sans subvention, est encore **31%** plus élevé que la nouvelle Clio 4, son équivalente chez Renault en gamme thermique, alors que **l'autonomie est 3 à 4 fois moindre**.

**Fig. 41: Une technologie qui prend de la place dans le marché grâce aux subventions**



Source: US Department of Transportation Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe américain Tesla émerge comme l'un des seuls « pure players » sur l'électrique avec des véhicules affichant une autonomie supérieure à 500km par recharge

Voulant profiter de ces incitations gouvernementales, tous les grands constructeurs ont développé leurs propres modèles de véhicules hybrides et électriques avec en tête certains leaders en Europe (*Nissan, Renault et Volkswagen sur l'électrique et Mitsubishi sur l'hybride*) et aux Etats-Unis (*Tesla, Toyota et Nissan*). **Le groupe américain Tesla** émerge comme l'un des seuls « **pure players** » sur l'électrique avec des véhicules affichant une autonomie supérieure à **500km par recharge**, bien plus avancée que celles de ses concurrents qui avoisinent généralement les **150-200km**. Sa récente levée de fonds de **\$1,5Md** (*annoncée en mai 2016*) permettant de financer l'accroissement de ses capacités de production à **500 000 véhicules par an dès 2018** (*l'équivalent de 67% du marché électrique mondial actuel*) laisse entrevoir le renforcement du leadership de l'acteur américain à court-terme. Son statut pourrait cependant être challengé par la marque **Audi** (*du groupe Volkswagen*) qui a récemment dévoilé dans son **plan 2025** dans lequel il prévoit d'allouer **un tiers** de son budget R&D (*i.e. >€1Md*) à la voiture électrique, autonome et aux services digitaux et de réaliser **25%** de ses ventes via des véhicules électriques d'ici 2025.

Le **Japon** apparaît comme un pays précurseur avec son marché déjà très électrifié (*les véhicules hybrides représentent 23% des nouvelles immatriculations*) et doté d'infrastructures développées (*40 000 stations de recharge électrique contre 35 000 stations de service essence*), le potentiel de développement reste néanmoins faible à court terme du fait du recul général des immatriculations qui touche tout type de motorisation.

En Europe, la **Norvège** (où 17% des immatriculations concernent des véhicules hybrides et électriques grâce à une exonération de la TVA sur l'achat d'un véhicule propre, gratuité des péages et parkings) et l'**Allemagne** démontrent un fort potentiel. La Norvège étudie un projet de loi sur une **interdiction de ventes de voitures à essence d'ici 2025** tandis que l'Allemagne vient d'instaurer une aide à l'achat de véhicules à émission zéro et prévoit que **l'ensemble des immatriculations soient faites sur ce type de modèle à partir de 2030**.

Le plus grand potentiel de développement réside en **Chine** avec ses **331 000 véhicules hybrides/électriques immatriculés en 2015**, un chiffre qui a triplé en un an sous l'impulsion des autorités (subventions à l'achat du gouvernement central souvent doublées par les autorités locales, immatriculation obtenue immédiatement sans avoir à passer par le processus de loterie) en réaction au niveau de pollution dans les grandes villes. A noter que ces avantages ne concernent que les marques chinoises ce qui implique qu'à ce jour seuls les équipementiers automobiles exposés aux constructeurs automobiles chinois devraient continuer à bénéficier de ce marché à fort potentiel. Le gouvernement a pour objectif le nombre de **5 millions de véhicules hybrides et électriques dans le parc en 2020** alors que des acteurs locaux comme **BYD, BAIC et Geely** prévoient déjà une exposition beaucoup plus forte de leur portefeuille produits à ces nouvelles technologies.

Autant de perspectives de développement **favorables pour les équipementiers automobiles**, dont l'expertise technologique sera mobilisée par les constructeurs pour concevoir des nouveaux modules liés à l'hybride et à l'électrique afin d'en améliorer leurs performances (*allègement du poids, augmentation de la puissance, augmentation des capacités des batteries et réduction de leur taille*).

#### 4.4.1. Un démarrage encore très timide mais qui profite aux équipementiers

Même si le marché du véhicule électrique est un marché en croissance sur la dernière décennie, le démarrage reste très timide au regard des efforts mis en place par les constructeurs automobiles pour développer et commercialiser une large gamme de véhicules hybrides et électriques mais également au regard des mécanismes incitatifs déployés par les différents gouvernements européens, américains et asiatiques.

Comme indiqué précédemment, sur 2015, les véhicules électriques n'ont représenté que **0,6%** du marché mondial automobile, contre **0,2%** en 2012, ce qui implique malgré tout un **triplement** du nombre de véhicules produits et commercialisés sur trois ans, alors que le marché automobile mondial lui n'a cru que de **5%**. Bien qu'encore très jeune et très dépendant de l'évolution des mécanismes incitatifs proposés par les gouvernements, ce marché offre néanmoins un potentiel de croissance très important pour les constructeurs et pour les équipementiers automobiles dans les prochaines années.

Le manque d'autonomie de la batterie pour les véhicules électriques reste le principal frein au déploiement de ce type de véhicule dans les nouvelles immatriculations ce qui explique pourquoi le rôle des équipementiers sur ce marché du véhicule décarboné devrait s'accroître dans les années à venir. En effet, afin d'accroître l'autonomie du véhicule électrique, le constructeur peut **1/**augmenter la capacité de stockage d'énergies de la batterie (*utilisation d'une batterie avec une densité énergétique plus importante ou utilisation d'une batterie plus grande*), au risque d'accroître le poids du véhicule ou **2/**réduire le poids du véhicule grâce à l'utilisation de composants électroniques ou de pièces de carrosserie plus légers. Ce besoin de réduction du poids du véhicule, est encore plus important que pour la technologie thermique ou hybride puisqu'il est l'un des leviers les plus importants dont disposent les

Il faut à ce jour embarquer une tonne de batterie pour avoir la même autonomie qu'avec 40 kg d'essence.

constructeurs pour accroître l'autonomie du véhicule. **A titre indicatif, il faut à ce jour embarquer une tonne de batterie pour avoir la même autonomie qu'avec 40 kg d'essence.**

Parmi les quatre équipementiers que nous initions, **Valeo** est exposé à plusieurs segments du marché du véhicule hybride et du véhicule électrique à travers la transmission et à travers la réduction de poids, tandis que **Plastic Omnium** offre principalement des solutions de réduction de poids, tout comme **Faurecia** qui a également développé des compétences dans la récupération d'énergie. La forte exposition de Faurecia au marché des échappements (*25% du CA Produits finis et 40% du résultat opérationnel*) positionne d'ailleurs le groupe dans une situation plus à risque si le marché de l'électrique explose sur les 10-15 prochaines années au détriment des véhicules hybrides. Ce que pour l'instant nous ne prévoyons pas. L'offre de phares LED de **Hella** est d'ailleurs aussi à même de répondre aux attentes des segments hybrides et électriques.

#### 4.4.2. Encore des désaccords sur la technologie de demain

Bien que l'**hybride** émerge comme la technologie «verte» du futur et que l'**électrique pur** se maintienne dans un marché de niche (*principalement dû à son problème d'autonomie et à son prix élevé qui rendent les ventes de ces véhicules d'autant plus dépendant des incitations financières publiques*), aucun consensus ne se dessine quant au type de batteries à incorporer dans ces modèles de véhicules à faibles émissions. En effet, le choix des technologies diverge encore parmi les constructeurs positionnés sur l'hybride-électrique avec néanmoins deux types de batteries assez répandues: **1/ la batterie nickel-hydrure-métal**, un système peu cher mais également peu dense énergétiquement (*90Wh/kg*) essentiellement installé sur les véhicules hybrides; **2/ la batterie lithium-ion**, plus chère mais avec une performance énergétique accrue (*150Wh/kg*) et donc un poids au Wh réduit, surtout développée pour les véhicules hybrides rechargeables et électriques où la réduction du poids du véhicule est primordiale pour maximiser la durée d'autonomie.

Dans une **quête perpétuelle d'allongement de l'autonomie**, qui reste l'un des principaux freins à l'achat d'un véhicule électrique pour les consommateurs, les constructeurs ne cessent d'étudier et développer de nouvelles technologies. La dernière commercialisée en date est la **batterie lithium alimentée par une pile à combustible hydrogène** permettant une autonomie d'environ **500km** (*contre 150 à 250km pour les autres véhicules*). Les constructeurs cherchent encore les technologies à suivre avec Nissan, pionnier de l'hybride-électrique spécialisé sur les batteries lithium-ion qui développe désormais des piles à combustibles au bioéthanol, le japonais Toyota dont le dernier modèle *Mirai* fonctionne via des piles à combustible hydrogène ou encore Hyundai qui a suivi la même tendance. Autant de « tâtonnements » technologiques de la part des constructeurs qui démontrent le manque de visibilité sur ce segment de marché automobile. A noter que ces technologies récentes nécessitent un réseau de distribution, ici d'hydrogène et de bioéthanol, et que ces infrastructures restent encore très peu développées.

Cette **volatilité dans les choix technologiques** accroît mécaniquement les **efforts de R&D** consentis par les constructeurs sur des modèles n'affichant aucune certitude quant à leur succès et n'étant souvent même pas soutenus par des infrastructures de distribution adéquates. En revanche, les **équipementiers sont les premiers bénéficiaires** de cette recherche d'amélioration de la performance des batteries et détiennent déjà le savoir-faire technologique pour répondre aux choix des constructeurs. Le développement de **véhicules hybrides-électriques représente donc un moteur de croissance pour les équipementiers automobiles, que nous privilégions**, tandis qu'il représente un facteur de coûts et d'incertitudes pour les constructeurs.



## 4.5. Des catalyseurs également identifiés chez les fabricants de semi-conducteurs

Nous rappelons régulièrement dans nos rapports sectoriels semi-conducteurs que l'automobile est un des segments de croissance. En effet, **le véhicule autonome et le véhicule électrique sont aussi deux catalyseurs bien identifiés par les fabricants des semi-conducteurs. D'ailleurs, le rôle des acteurs du semi dans la chaîne de valeur automobile évolue.** S'ils étaient historiquement considérés comme des fournisseurs par les équipementiers et quasi étrangers pour les constructeurs (*hormis au travers de la composante fiabilité*), ils prennent de plus en plus d'importance au sein du secteur automobile et les échanges entre les deux industries semblent se multiplier. Depuis quelques années, nous observons que les fabricants de puces sont régulièrement consultés par les constructeurs et les équipementiers automobiles lors du développement de nouveaux modèles de véhicules.

Au global, les puces dédiés à l'automobile ne représentent que 10% des ventes mondiales de semi-conducteurs, soit environ 30 Md USD en 2015.

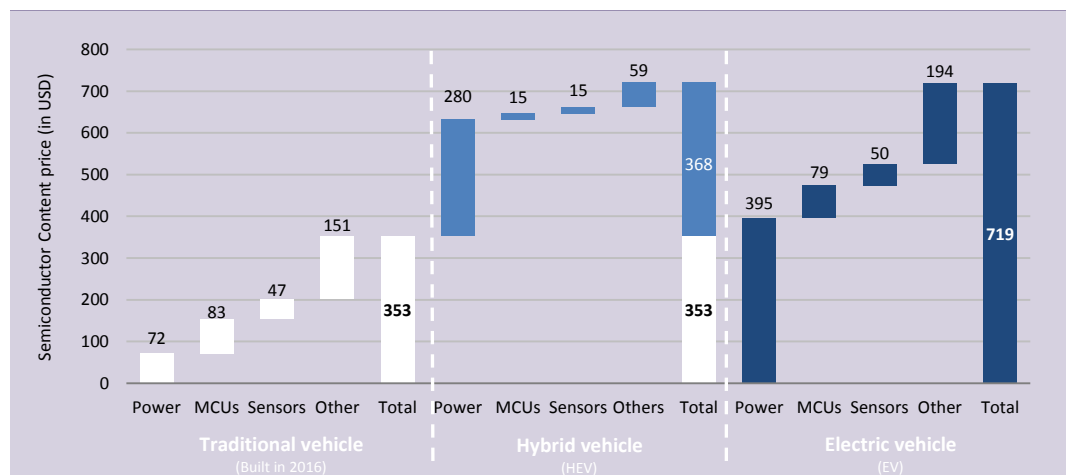
Cela fait sens car les technologies mises au point dans les centres de R&D d'Infineon, NXP, STMicroelectronics et consorts détermineront l'évolution technologique apportée par chaque modèle de véhicule. **Historiquement considéré comme un moyen comme un autre pour améliorer la performance des véhicules, l'évolution technologique est aujourd'hui un point crucial de différenciation pour les constructeurs.** Actuellement, nous observons que ces liens se renforcent rapidement avec les quatre constructeurs automobiles premium que sont Audi (*groupe VW*), BMW, Daimler et Tesla.

**Au global, les puces dédiés à l'automobile ne représentent que 10% des ventes mondiales de semi-conducteurs, soit environ \$30Md en 2015.** Néanmoins, il s'agit de l'un des seuls segments de l'industrie qui offre une croissance supérieure à 6,5% par ans pour les 3 prochaines années, notamment grâce aux deux catalyseurs précédemment identifiés :

Il s'agit de l'un des segments de croissance que nous avons identifié, notamment grâce aux deux catalyseurs que sont le véhicule électrique et le véhicule autonome.

- **Le véhicule électrique** : en moyenne, un véhicule vendu en 2016 embarque pour plus de \$350 de composants électroniques. Sur un véhicule hybride ou électrique, la facture de composants s'approche plutôt des \$720. Il s'agit principalement d'une augmentation du nombre de semi-conducteurs de puissance, c'est-à-dire les composants en charge de la gestion des moteurs électriques et des batteries (*charges, décharges, conversion...*). Toutefois, dans l'industrie des semi-conducteurs, le discours adopté est celui d'une montée en volume constante mais modérée jusqu'en 2020, avant une adoption plus visible passé 2020/2022.

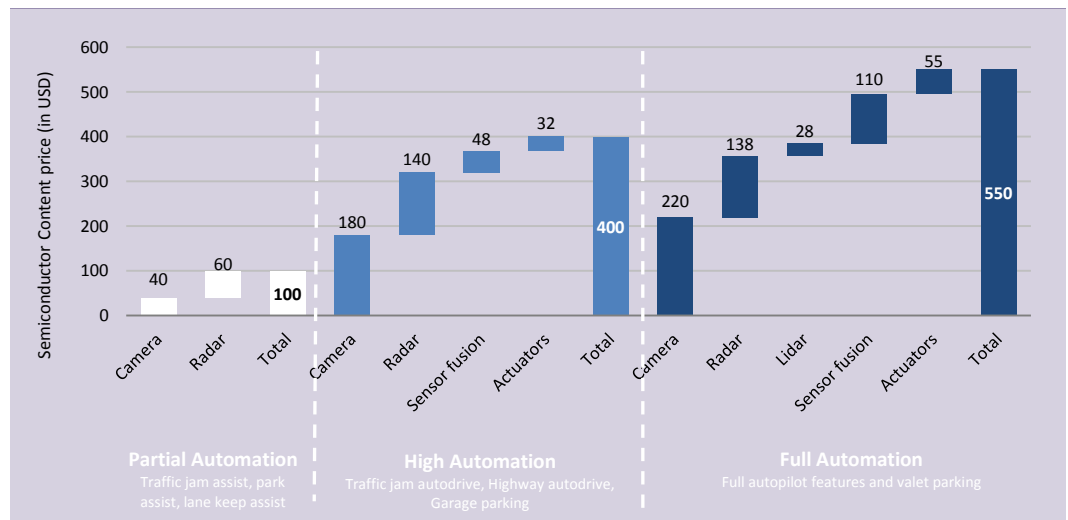
**Fig. 42: Les véhicules hybrides/électriques nécessitent 2x plus de composants**



Source: StrategyAnalytics; Infineon; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

- Le véhicule autonome** : dans la facture moyenne par véhicule citée précédemment, la part de composants électroniques liée à la conduite autonome reste marginale en 2016. Ainsi, pour évaluer l'opportunité, il faut garder en tête qu'un véhicule actuellement vendu comme « partiellement autonome » (*type Tesla Model S*), **n'embarque que \$100** de capteurs. Un véhicule totalement autonome, embarquera **pour plus de \$550** de composants pour son système ADAS soit plus de 5x plus de composant. De même que pour le véhicule électrique, nous ressentons une certaine prudence dans le discours des fabricants de composants concernant la montée en puissance et l'atteinte d'un volume significatif de production (post-2020). Il s'agit d'une prudence que nous partageons et qui nous semble cohérente.

**Fig. 43: Les véhicules autonomes sont aussi une opportunité pour les semis**


Source: StrategyAnalytics; Infineon; Bryan, Garnier & Co ests.

Ainsi, dans les deux cas, **les fabricants de semi-conducteurs devraient bénéficier de deux leviers positifs** : celui de **l'augmentation du contenu par véhicule et ainsi de la facture moyenne** et celui de la **prise de part de marché des véhicules électriques et autonomes** au cours des années à venir. Au total, nous évaluons l'opportunité supplémentaire créée par cette vague d'innovation à près de **\$4Md** à horizon 2020.

Au sein de l'univers de couverture semi-conducteurs Bryan Garnier, les valeurs semi-conducteurs les plus exposées au segment automobile sont Infineon, STMicroelectronics et Melexis. Infineon étant notre favori.

**Au sein de l'univers de couverture semi-conducteurs Bryan Garnier, les valeurs les plus exposées au segment automobile sont Infineon, STMicroelectronics et Melexis.** Sachant que les deux premiers acteurs font partie du Top 5 mondial avec des parts de marché et position respective de **11%/n°3** et **8%/n°4**. **Nous favorisons Infineon** sur la thématique d'un positionnement plus fort sur l'électronique de puissance (*composants utilisés pour les xEV*), des gains de part de marchés continus, une exposition limitée au segment volatil du grand-public, un track-record exemplaire et une valorisation qui reste attractive (*cf. notre dernier rapport sectoriel semi-conducteurs*). **Contrairement au secteur de l'assurance mais à l'image du secteur automobile, l'industrie des semi-conducteurs est sensible au flux et non aux stocks, impliquant une certaine corrélation entre ces deux marchés.**

Ecrit par **Dorian Terral**, analyste semi-conducteur (+33 1 56 68 75 92 - [dterral@bryangarnier.com](mailto:dterral@bryangarnier.com))

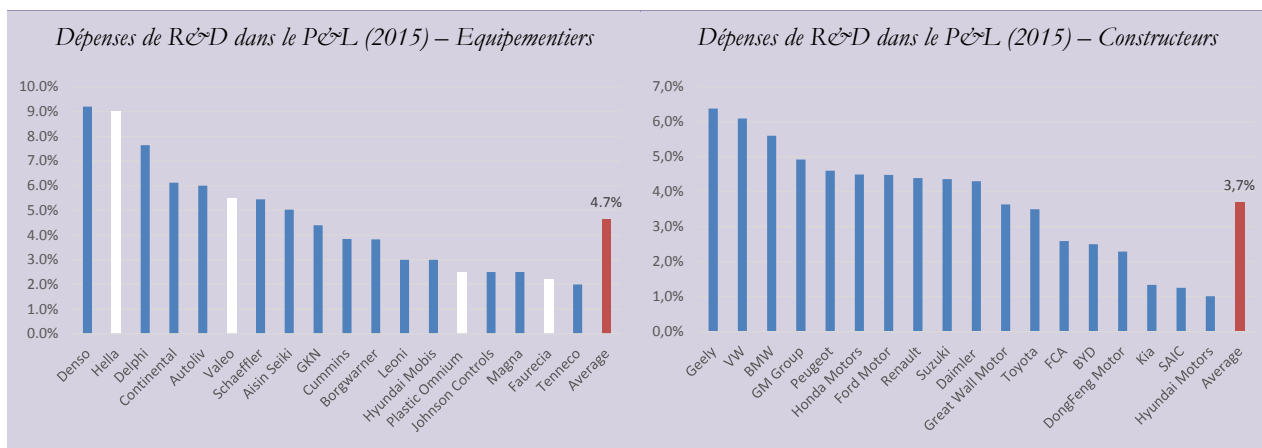
## 4.6. Des innovations principalement dans les mains des équipementiers

### 4.6.1. Plus de dépenses R&D...

Bien que les constructeurs revendiquent sans cesse être à l'origine de certaines évolutions technologiques auprès de leurs clients finaux, **nous considérons qu'une part importante de la valeur ajoutée par véhicule vient principalement des équipementiers**. Les constructeurs restent avant tout maîtres du «design» et de la motorisation de leurs véhicules, ayant donc plus un rôle d'assembleur une fois que le positionnement produit est bien défini en amont. En comparant les ratios de dépenses de R&D par rapport au chiffre d'affaires entre un panel de constructeurs et un panel d'équipementiers on peut conclure que **1/les équipementiers dépensent en moyenne plus de % de CA en R&D que les constructeurs et 2/génèrent en moyenne une profitabilité plus importante que les constructeurs** impliquant que plus l'innovation est importante dans le secteur plus le «pricing power» et donc la marge sont élevés.

En moyenne on observe que les équipementiers automobiles ont dépensé **4,7%** de leur chiffre d'affaires en R&D (*dépenses de R&D capitalisées non intégrées*) contre seulement **3,8%** pour les constructeurs automobiles.

**Fig. 44: Les équipementiers dépensent plus en moyenne que les constructeurs**

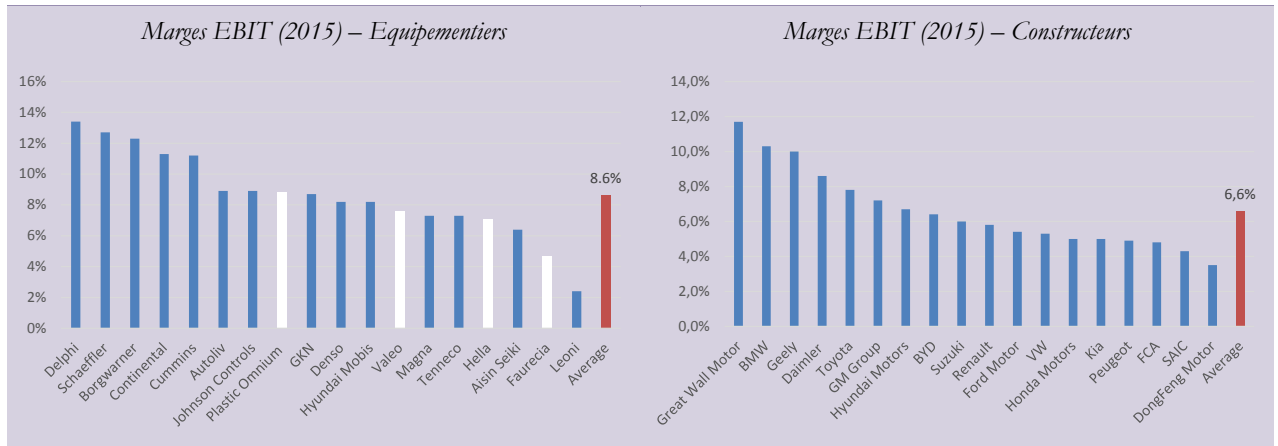


Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre univers BG, **Hella** est l'équipementier automobile qui dépense le plus en R&D (9%), tandis que **Faurecia** est celui qui dépense le moins (2,2%).

## 4.6.2. ...pour plus de marges

**Fig. 45: Les équipementiers génèrent également plus de marges**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Cette corrélation entre le niveau de dépenses en R&D et le niveau de marge indique clairement que **la création de valeur est plus forte aujourd’hui chez les équipementiers automobiles que chez les constructeurs automobiles**. Cette logique se retrouve également chez les équipementiers, Faurecia étant l’équipementier dans notre univers avec la plus faible marge opérationnelle, malgré des dépenses en R&D les plus faibles également.

Nous pensons que l’évolution du secteur vers plus de technologie devrait encore plus accentuer cet effet au profit des acteurs les plus technologiques. Les différents discours des principaux leaders (*équipementiers*) du secteur confirment d’ailleurs cette tendance, puisque qu’ils ambitionnent presque tous d’accroître leurs rentabilités sur les prochaines années.

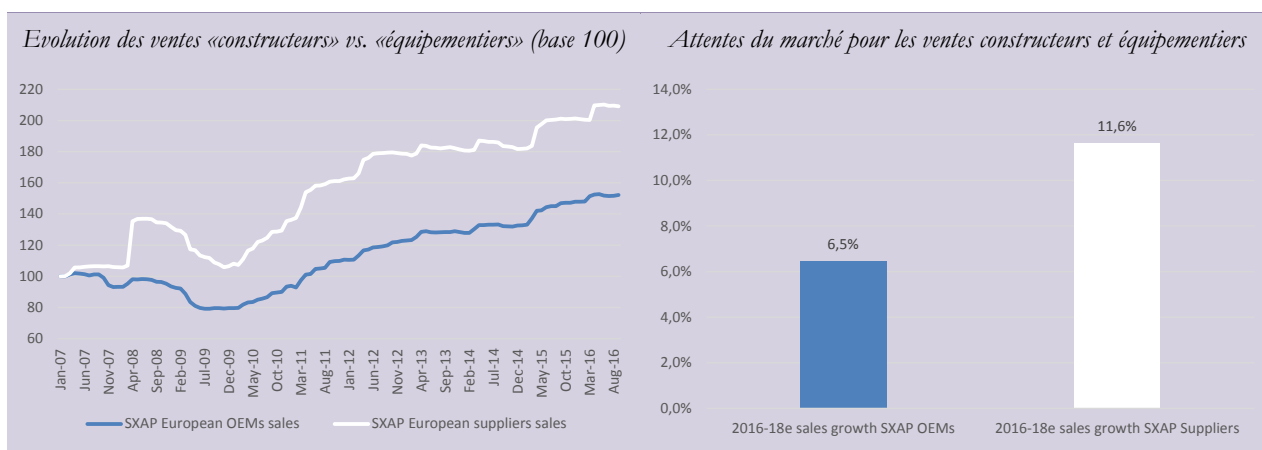
## 5. Conclusion

### 5.1. De la croissance en perspective, surtout chez les équipementiers

Bien que le secteur automobile rentre dans une période de ralentissement après avoir délivré un TCAM de **3%** sur 2007-15 nous estimons que le marché devrait continuer à croître sur les trois prochaines années, mais à un rythme plus faible que sur la période précédente (+1.9%). Cette croissance devrait principalement être tirée par le développement des classes moyennes dans les pays émergents, tandis que les pays matures devraient progressivement pâtir d'un changement culturel vis-à-vis de la mobilité automobile (*covoiturage, partage de véhicules, développement des transports publics*). Le **Brexit** pourrait potentiellement altérer la croissance du marché anglais sur les trois prochaines années, ainsi que la croissance du marché européen, cependant pour l'instant nous continuons à estimer que ce marché devrait croître de **+1.5%** en 2017 (+1% sur la production).

Logiquement, cette plus faible croissance de la demande mondiale impactera de la même manière la production automobile, au détriment du chiffre d'affaires des équipementiers. Cependant leur exposition grandissante **aux pays émergents**, combinée à **une exposition équilibrée aux différents constructeurs** devraient leurs permettre de mieux résister que les constructeurs (*risque stratégique et risque pays plus important*), en ligne avec ce qui a pu être observé depuis 2007. De plus nous estimons que l'accroissement du contenu par véhicule devrait se faire au profit des équipementiers présents sur les marchés à fort potentiels (*véhicules décarbonés, véhicules connectés et autonomes, réduction des émissions de CO<sub>2</sub> et de particules*).

**Fig. 46: Les équipementiers devraient continuer à surperformer les constructeurs**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Le consensus actuellement intègre **80%** plus de croissance du chiffre d'affaire sur 2016-18e pour les équipementiers (*équipementiers de l'indice SXAP*) que pour les constructeurs automobiles (*constructeurs de l'indice SXAP*), en ligne avec notre vue sur le secteur. **Cela implique un doublement de la surperformance observée entre 2007 et 2016 (40%)**.

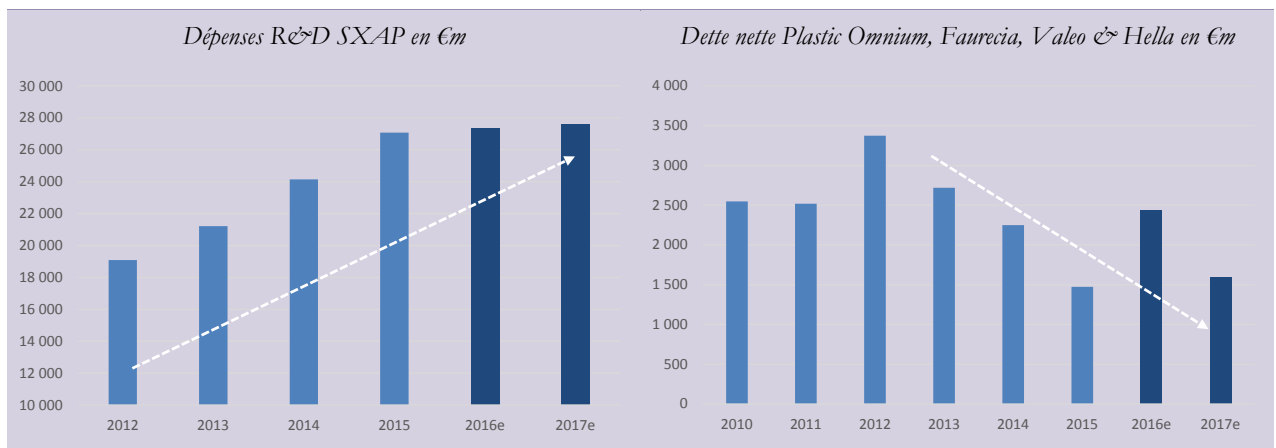
## 5.2. Un secteur de plus en plus technologique

L'industrie automobile est engagée dans une mutation de son rôle et de sa relation avec le consommateur final et la société en général. Une nouvelle façon de se déplacer voit progressivement le jour, remettant en question les logiques et les bases de ce secteur vieux de plus de cent ans. L'équilibre actuel entre transports publics et transports individuels devrait être chamboulé dans les années à venir sans pour autant remettre en question le rôle intrinsèque de la voiture, seule sa façon de l'utiliser sera différente.

Afin de s'adapter aux nouveaux modes de consommation et aux nouveaux besoins des consommateurs le secteur va devoir devenir de plus en plus technologique et innovant afin de développer **la voiture autonome** et **la voiture décarbonée**.

Nous nous attendons donc à un développement assez important des dépenses R&D de la part des constructeurs, mais également de la part des équipementiers, et n'excluons pas des vagues d'acquisitions, de partenariats entre **les acteurs traditionnels du secteur** et **des acteurs technologiques dans la digitalisation ou la connectivité**. Les bilans très épurés des principaux acteurs du secteur suite à l'amélioration des marges sur les cinq dernières années devraient faciliter ce mouvement.

**Fig. 47: Encore plus de dépenses R&D et encore plus d'acquisitions**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

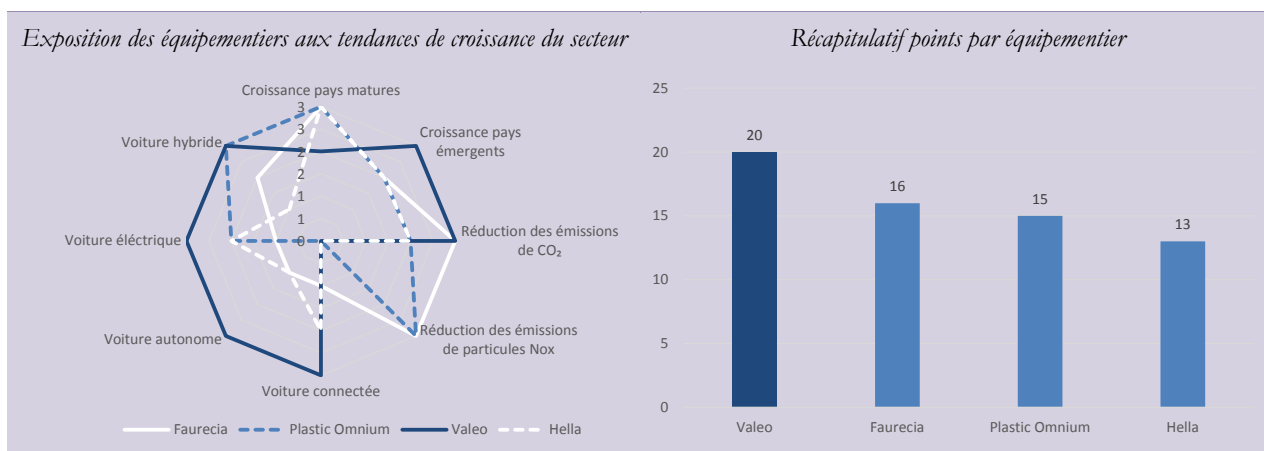
### 5.3. Nous sommes positifs sur le segment des équipementiers

Notre rapport d'initiation sur le secteur porte sur les équipementiers automobiles, un sous-segment qui devrait continuer à surperformer la croissance du secteur dans les années à venir. Nous estimons que **Faurecia**, **Hella**, **Plastic Omnium** et **Valeo** seront des acteurs à part entière de la transformation du marché automobile, grâce notamment à leur savoir-faire technologique et grâce à leur présence sur des marchés à fort potentiel.

Bien que d'une façon générale nous soyons **NEUTRE** sur le secteur suite à la surperformance de celui-ci par rapport au **Stoxx 600** depuis 2007 (+60% pour le *SXAP* contre -9% pour le *Stoxx 600*) et du manque de *momentum* court terme sur la demande en véhicules neufs (*en plus du risque lié au Brexit*), nous avons une opinion très positive sur le secteur à un horizon plus long terme.

Dans ce rapport nous initions **Faurecia** (FV à €47), **Plastic Omnium** (FV à €36) et **Hella** (FV à €45) à l'Achat et initions **Valeo** avec un Neutre (FV à €49). Nous privilégions **Faurecia** dans notre univers par rapport aux autres équipementiers, notamment pour des raisons de valorisation. **Valeo** est d'après nous l'acteur le plus technologique et le plus exposé aux tendances long terme de croissance du secteur, mais semble au cours actuel bien valorisé par le marché.

**Fig. 48: Valeo est l'équipementier le mieux positionné sur les marchés de croissance**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 49: Récapitulatif recommandation BG Secteur automobile**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
	Suppliers	Suppliers	Suppliers	Suppliers	
<b>Recommendation</b>	<b>Buy</b>	<b>Buy</b>	<b>Buy</b>	<b>Neutral</b>	<b>-</b>
<b>Fair Value - (EUR/share)</b>	<b>47,0</b>	<b>45,0</b>	<b>36,0</b>	<b>49,0</b>	<b>-</b>
Price - (EUR/share)	36,3	36,7	28,6	49,7	-
<b>Upside - %</b>	<b>29,5%</b>	<b>22,7%</b>	<b>25,9%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>19,1%</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 50: Analyse des ventes – BG Secteur automobile**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
<b>Sales growth – YoY (group)</b>					
Sales growth % 2015	9,9%	8,9%	12,9%	14,3%	11,5%
Sales growth % 2016e	1,8%	4,1%	16,0%	10,3%	8,0%
Sales growth % 2017e	4,2%	5,0%	18,3%	10,0%	9,4%
Sales growth % 2018e	4,3%	5,0%	6,3%	6,3%	5,5%
<b>Average 16-18</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>13,5%</b>	<b>8,9%</b>	<b>7,6%</b>
<b>CAGR 16-18</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>12,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,4%</b>
<b>Sales growth - LfL (Auto)</b>					
Sales growth % 2015	6,0%	1,7%	7,3%	8,0%	5,8%
Sales growth % 2016e	2,9%	5,0%	10,6%	10,6%	7,3%
Sales growth % 2017e	5,0%	5,5%	7,4%	6,0%	6,0%
Sales growth % 2018e	5,1%	5,5%	6,5%	6,2%	5,8%
<b>Average 16-18</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,4%</b>
<b>Sales geo split % 2017e</b>					
Europe	48%	46%	59%	48%	50%
North America	28%	22%	23%	22%	24%
Asia	19%	32%	13%	28%	23%
RoW	1%	0%	5%	2%	2%
<b>Sales split by clients % 2017e</b>					
French OEMs	20%	5%	19%	16%	15%
German OEMs	33%	41%	31%	30%	34%
Asian OEMs	10%	29%	20%	26%	21%
US OEMs	28%	9%	27%	22%	21%
Others	9%	16%	3%	6,0%	8%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.



**Fig. 51: Analyse des marges et croissances BPA – BG Secteur automobile**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
<b><u>Margin (with restructuring and excluding assoc.) % of sales</u></b>					
EBIT % 2015	4,1%	5,8%	7,2%	6,5%	5,9%
EBIT % 2016e	4,6%	6,8%	7,5%	7,4%	6,6%
EBIT % 2017e	5,0%	6,9%	7,8%	7,7%	6,8%
EBIT % 2018e	5,3%	7,4%	8,3%	7,8%	7,2%
<b>Average 16-18</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,9%</b>
<b><u>Net margin %</u></b>					
Net margin % 2015	2,0%	4,2%	5,2%	5,0%	4,1%
Net margin % 2016e	3,7%	5,4%	5,6%	5,3%	5,0%
Net margin % 2017e	2,7%	5,6%	5,8%	5,7%	4,9%
Net margin % 2018e	3,0%	6,0%	6,2%	5,8%	5,3%
<b>Average 16-18</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,1%</b>
<b><u>EBIT- growth (with restructuring and excluding assoc.)</u></b>					
EBIT growth 2015	30,3%	-2,0%	12,8%	16,7%	14,4%
EBIT growth 2016e	14,7%	21,9%	21,4%	24,8%	20,7%
EBIT growth 2017e	13,0%	7,4%	22,8%	14,7%	14,5%
EBIT growth 2018e	11,4%	12,2%	12,4%	8,5%	11,2%
<b>Average 16-18</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,4%</b>
<b><u>EPS growth %</u></b>					
EPS growth 2015	98,1%	-6,4%	15,8%	29,0%	34,1%
EPS growth 2016e	42,2%	32,5%	25,7%	16,4%	29,2%
EPS growth 2017e	6,0%	8,4%	23,8%	16,8%	13,7%
EPS growth 2018e	16,3%	13,1%	13,2%	9,6%	13,1%
<b>Average 16-18</b>	<b>21,5%</b>	<b>18,0%</b>	<b>20,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>18,7%</b>
<b>CAGR 16-18</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,7%</b>	<b>18,4%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,3%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 52: Analyse du ROCE et du bilan – BG Secteur automobile**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
<b>ROCE (after tax, including goodwill &amp; associates) %</b>					
ROCE 2015	12,6%	8,5%	20,0%	16,5%	14,4%
ROCE 2016e	16,7%	9,6%	15,7%	13,2%	13,8%
ROCE 2017e	17,0%	9,8%	19,0%	14,2%	15,0%
ROCE 2018e	17,5%	10,4%	20,0%	14,6%	15,6%
<b>Average 16-18</b>	<b>17,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>18,2%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,8%</b>
<b>Balance sheet</b>					
Gearing 2015	36%	29%	21%	1%	22%
Gearing 2016e	4%	23%	55%	28%	27%
Gearing 2017e	1%	17%	25%	18%	15%
Gearing 2018e	-3%	12%	12%	8%	7%
<b>Average 16-18</b>	<b>1%</b>	<b>17%</b>	<b>31%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>
<b>Net debt/EBITDA</b>					
Net debt/EBITDA 2015	0,7x	0,3x	0,44x	0,07x	0,36x
Net debt/EBITDA 2016e	0,1x	0,2x	1,17x	0,65x	0,53x
Net debt/EBITDA 2017e	0,0x	0,1x	0,49x	0,43x	0,27x
Net debt/EBITDA 2018e	-0,1x	0,0x	0,27x	0,24x	0,11x
<b>Average 16-18</b>	<b>0,0x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,3x</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 53: Valorisation – BG Secteur automobile**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
Dividend Yield 2015	1,8%	2,1%	1,4%	2,3%	1,9%
Dividend Yield 2016e	2,9%	2,6%	1,8%	2,2%	2,4%
Dividend Yield 2017e	3,0%	2,8%	2,2%	2,6%	2,7%
Dividend Yield 2018e	3,5%	3,2%	2,5%	2,9%	3,0%
<b>Average 16-18</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>
EV/EBIT 2015	9,1x	11,5x	11,6x	12,0x	11,1x
EV/EBIT 2016e	6,6x	9,2x	11,0x	11,5x	9,6x
EV/EBIT 2017e	5,8x	8,3x	8,2x	9,7x	8,0x
EV/EBIT 2018e	4,9x	7,1x	7,0x	8,7x	6,9x
<b>Average 16-18</b>	<b>5,7x</b>	<b>8,2x</b>	<b>8,5x</b>	<b>10,2x</b>	<b>8,2x</b>
Premium/Discount	-29,7%	0,7%	4,4%	22,0%	-
P/E 2015	13,9x	15,2x	17,4x	14,2x	15,2x
P/E 2016e	9,8x	11,5x	13,8x	13,3x	12,1x
P/E 2017e	9,2x	10,6x	11,2x	11,4x	10,6x
P/E 2018e	7,9x	9,4x	9,9x	10,4x	9,4x
<b>Average 16-18</b>	<b>9,0x</b>	<b>10,5x</b>	<b>11,4x</b>	<b>12,1x</b>	<b>10,7x</b>
Premium/Discount	-16,0%	-2,2%	8,7%	9,5%	-
PEG 2015	0,1x	-2,4x	1,1x	0,5x	-0,2x
PEG 2016e	0,2x	0,4x	0,5x	0,8x	0,5x
PEG 2017e	1,4x	1,3x	0,5x	0,7x	1,0x
PEG 2018e	0,5x	0,7x	0,7x	1,1x	0,8x
<b>Average 17-18</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,7x</b>
Premium/Discount	-4%	5,6%	-22,1%	20,5%	-

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

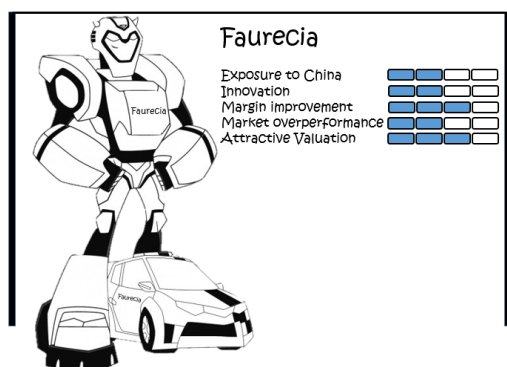
14 septembre 2016

Industrie Automobile

Bloomberg	EO FP
Reuters	EPED.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	37,3 / 26,4
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 004
Valeur d'Entreprise	5 808
Volume moyen 6 mois (000 actions)	557,6
Flottant	48,5%
TMVA BPA (3 ans)	20,6%
Gearing (12/15)	36%
Rendement (12/16e)	2,85%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	18 770	19 103	19 897	20 746
EBIT (MEUR)	830,00	934,48	1 041	1 154
BPA Publié (EUR)	2,60	5,18	3,94	4,59
BPA dilué (EUR)	2,60	3,70	3,92	4,56
EV/CA	0,37x	0,30x	0,29x	0,26x
EV/EBITDA	4,8x	3,7x	3,6x	3,1x
EV/EBIT	8,3x	6,2x	5,5x	4,7x
P/E	13,9x	9,8x	9,3x	8,0x
ROCE	12,6	16,7	17,0	17,5

Cours et données arrêtés le 9 septembre 2016



# Faurecia


« Transformers »

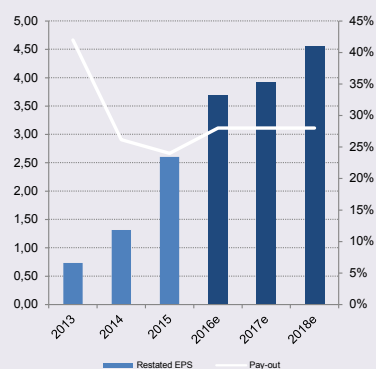
Fair Value 47EUR (cours 36,29EUR)

**ACHAT**  
Initiation de couverture

Suite à la revente de son activité extérieure (*FAE*), Faurecia dispose désormais d'un portefeuille de produits cohérent et plus technologique. Fort d'un nouveau management à l'origine d'une stratégie portée vers les principaux marchés de croissance du secteur, le groupe est l'un des rares équipementiers automobiles capable d'accroître sa marge opérationnelle sur le court terme de +150pb. Cette croissance combinée à une valorisation attractive explique notre initiation à l'achat (€47).

- **Un groupe en transformation...** La cession de **FAE** à **Plastic Omnium**, expert des composants plastiques dans le secteur, permet à Faurecia de déconsolider **une activité moins rentable que la moyenne du groupe et très européenne**, tout en réduisant drastiquement son endettement, laissant la porte ouverte à de potentielles acquisitions stratégiques et technologiques, notamment dans le domaine du véhicule connecté et autonome.
- **...positionné sur des marchés de croissance:** Grâce notamment à un positionnement plus cohérent et plus technologique, Faurecia ambitionne désormais de surperformer la production automobile annuelle de **4pp**, contre **2,3pp** en moyenne entre 2012 et 2015. Les grandes tendances sectorielles (*réduction du poids du véhicule, réduction des émissions de CO<sub>2</sub>/NO<sub>x</sub>, véhicule électrique, véhicule connecté et autonome*) devraient être pleinement adressées par ses trois segments (*sièges, cockpit et contrôle des émissions*).
- **Vers une marge opérationnelle à 6% ?** Autrefois considéré comme l'équipementier automobile européen avec la plus faible valeur ajoutée, le groupe ambitionne désormais d'atteindre **6% de marge opérationnelle d'ici 2018** contre **4,4%** en 2015, notamment grâce à différents leviers sur sa base de coûts opérationnels. Le potentiel d'amélioration nous paraît évident, notamment au regard des performances opérationnelles des concurrents.
- **Un fort potentiel, même avec des estimations 2018 prudentes:** Faurecia reste aujourd'hui l'équipementier automobile le moins bien valorisé, malgré un fort potentiel de croissance des BPA sur la période 2016-18 (+11%). Malgré nos estimations plus prudentes que les objectifs du groupe pour 2018, le cours actuel offre un fort potentiel de croissance. Nous initions la couverture sur le titre à **l'Achat**, avec une **FV à €47**.

	<b>Analyst:</b>	<b>Research Assistant:</b>
	Xavier Caroen	Clément Genelot
	33(0) 1.56.68.75.18	
	xcaroen@bryangarnier.com	



### Activités

Faurecia est l'un des principaux équipementiers automobiles mondiaux dans trois activités : Automotive Seating, Emissions Control Technologies et Interior Systems. Le Groupe a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 18,7 milliards d'euros et a généré une marge opérationnelle de 4,4%. Au 31 décembre 2015, Faurecia employait 103 000 personnes dans 34 pays sur 330 sites et 30 centres de R&D et générait 46% de son CA en dehors d'Europe.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	18 029	18 829	18 770	19 103	19 897	20 746
Change (%)	3,8%	4,4%	-0,3%	1,8%	4,2%	4,3%
Adjusted EBITDA	1 070	1 232	1 442	1 552	1 597	1 781
EBIT	538	673	830	934	1 041	1 154
Change (%)	4,8%	25,1%	23,3%	12,6%	11,4%	10,9%
Financial results	-234	-244	-207	-159	-148	-136
Pre-Tax profits	211	344	571	733	856	981
Exceptionals	-5,2	-81,2	-65,3	-57,3	-50,0	-50,0
Tax	-64,7	-115	-186	-201	-236	-271
Profits from associates	14,0	0,80	12,8	14,1	13,0	13,5
Minority interests	-55,8	-63,2	-74,1	-76,3	-78,6	-81,0
Net profit	87,6	166	372	711	541	629
Restated net profit	87,6	166	372	511	541	629
Change (%)	-38,4%	89,2%	124%	37,3%	6,0%	16,3%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	927	1 037	1 154	1 159	1 143	1 305
Change in working capital	364	263	-932	62,5	47,5	50,7
Capex, net	-788	-932	-932	-898	-935	-975
Financial investments, net	-12,3	-33,3	-30,9	0,0	0,0	0,0
Dividends	-47,9	-57,0	-77,3	-89,2	-142	-151
Other	-5,8	300	-294	663	-0,69	0,49
Net debt	1 519	1 388	946	110	45,3	-134
Free Cash flow	140	197	223	261	208	330
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	2 028	2 230	2 247	1 773	2 060	2 312
Intangibles assets	686	851	935	1 024	1 116	1 213
Cash & equivalents	711	1 025	939	1 775	1 840	2 019
current assets	3 987	4 284	4 312	5 053	5 305	5 628
Other assets	919	712	719	-141	-198	-369
Total assets	8 331	9 100	9 153	9 484	10 123	10 803
L & ST Debt	2 230	2 412	1 885	1 885	1 885	1 885
Others liabilities	4 459	4 812	4 896	4 857	5 090	5 285
Shareholders' funds	1 502	1 717	2 398	2 785	3 151	3 597
Total Liabilities	8 331	9 100	9 390	9 777	10 416	11 096
Capital employed	4 405	4 543	4 548	4 117	4 486	4 825
<b>Ratios</b>						
Operating margin	2,99	3,58	4,42	4,89	5,23	5,56
Tax rate	30,63	33,46	32,53	28,00	28,00	28,00
Net margin	0,49	0,88	1,98	2,67	2,72	3,03
ROE (after tax)	5,33	8,83	14,25	23,41	15,73	16,03
ROCE (after tax)	8,79	9,88	12,59	16,69	17,00	17,51
Gearing	92,50	73,95	36,24	3,64	1,32	-3,42
Pay out ratio	41,98	26,18	23,98	28,00	28,00	28,00
Number of shares, diluted	132	133	146	137	137	137
<b>Data per Share (EUR)</b>						
EPS	0,73	1,31	2,60	5,18	3,94	4,59
Restated EPS	0,73	1,31	2,60	3,70	3,92	4,56
% change	-40,6%	78,8%	98,1%	42,2%	6,0%	16,3%
EPS bef. GDW	0,73	1,31	2,60	5,18	3,94	4,59
BVPS	11,39	12,89	16,37	20,29	22,96	26,20
Operating cash flows	7,04	7,79	7,88	8,45	8,33	9,51
FCF	1,06	1,48	1,52	1,90	1,51	2,40
Net dividend	0,30	0,35	0,65	1,04	1,10	1,28

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	62
2. Faurecia en six graphes.....	63
3. « Transformers ».....	64
4. Une cession qui fait du sens.....	65
4.1. Un groupe moins européen.....	65
4.2. ...Et moins endetté.....	66
5. Un groupe présent sur des marchés de croissance.....	67
5.1. Vers un véhicule plus propre et connecté.....	67
5.1.1. Une réduction des émissions de CO <sub>2</sub> par l'allègement du véhicule.....	67
5.1.2. Système SCR en main, à la chasse aux émissions de NOx.....	72
5.1.3. Cap sur le véhicule connecté et autonome.....	76
5.2. A la conquête de la Chine.....	81
5.2.1. L'eldorado de l'automobile.....	81
5.2.2. Un plan stratégique tourné vers la Chine et les constructeurs locaux.....	82
6. Vers une marge à 6% ?.....	84
6.1. La cession de FAE, un impact relatif sur la marge, par rapport à 2015.....	85
6.2. L'amélioration du mix produit, au profit des produits innovants et de la marge.....	85
6.3. Une optimisation de sa base de coûts.....	85
6.4. Une optimisation des frais financiers et des impôts.....	86
6.5. Des investissements qui devraient rester sous contrôle.....	87
6.6. Vers un BPA à 5€ en 2018 ?.....	88
7. Nos estimations.....	89
8. Valorisation.....	92
8.1. Valorisation par les multiples.....	94
8.2. Valorisation par DCF.....	94
9. Faurecia – SWOT.....	96
10. Faurecia en bref.....	97
10.1. Un peu d'histoire.....	97
10.2. Un recentrage autour de trois métiers.....	97
10.2.1. Le pôle « Sièges d'intérieur » – 33% du CA – 35% EBIT.....	98
10.2.2. Le pôle « Contrôle d'émissions » – 40% du CA – 42% EBIT.....	99
10.2.3. Le pôle « Systèmes d'intérieur » – 27% du CA – 23% EBIT.....	100

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile français **Faurecia** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Suite à la cession de ses activités extérieures (FAE) à **Plastic Omnium**, le groupe entre désormais dans une phase de transformation qui a pour but de lui permettre de générer plus de croissance et plus de marge. L'objectif de **6%** de marge opérationnelle en 2018 nous paraît légèrement ambitieux, mais même en prenant des hypothèses prudentes la croissance attendue est très attractive au vue de la valorisation du dossier.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Comme pour **Hella**, **Plastic Omnium** et **Valeo** nous valorisons **Faurecia** à travers deux types de méthodes: en utilisant les **multiples sectoriels EV/CA, EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. Nous valorisons ainsi **Faurecia** à **€47** par action, ce qui reflète **>29%** de potentiel sur le dernier cours. Le titre traite actuellement avec **une décote de 20%** sur les multiples P/E et EV/EBIT par rapport aux comparables européens.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Nous jugeons les différentes annonces venant des constructeurs sur le développement du **véhicule électrique** ou **autonome** comme positives. Nous ne voyons pas de catalyseur spécifique à Faurecia, du moins sur le court terme. **Le salon automobile à Paris pourrait être potentiellement à l'origine de newsflow positif sur le secteur.**

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nous sommes actuellement en ligne avec le consensus au niveau du CA sur 2016-18 ainsi qu'au niveau de l'EBITDA mais sommes **9%** au-dessus du consensus au niveau des BPA. Comme nous, le consensus 2018 n'intègre pas pleinement les objectifs de **6% de marge et de BPA à €5/action** impliquant un potentiel d'ajustement à la hausse important (**+19%**).

*Quels risques?*

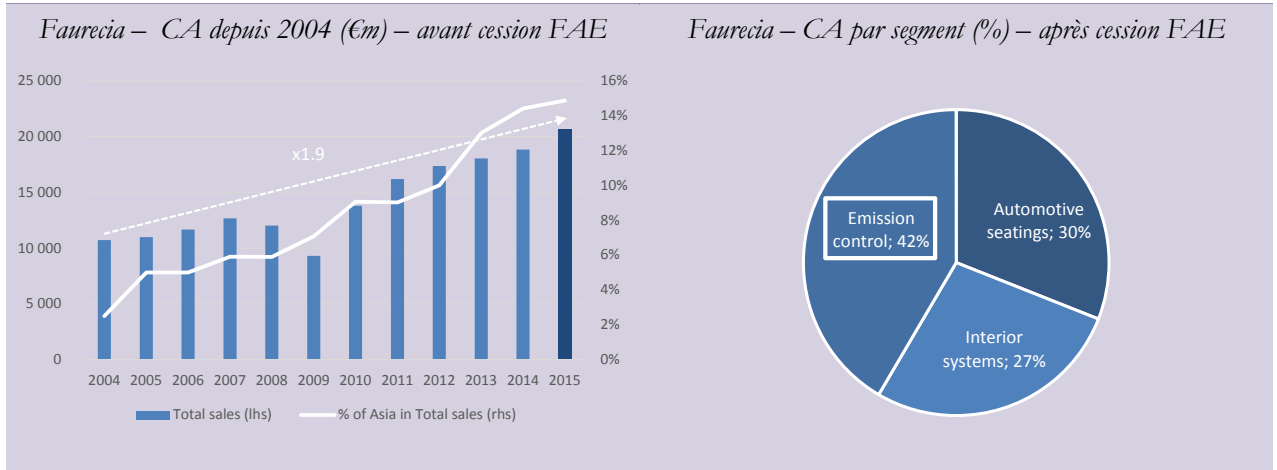


## Risques

Le cycle automobile est sur le point de ralentir, aussi bien dans les pays matures que dans les pays émergents, et ce ralentissement pourrait être plus important que prévu notamment à cause du **Brexit** et **des tensions internationales**. Comme tout équipementier automobile Faurecia pourrait souffrir d'un **ralentissement rapide de la production automobile**.

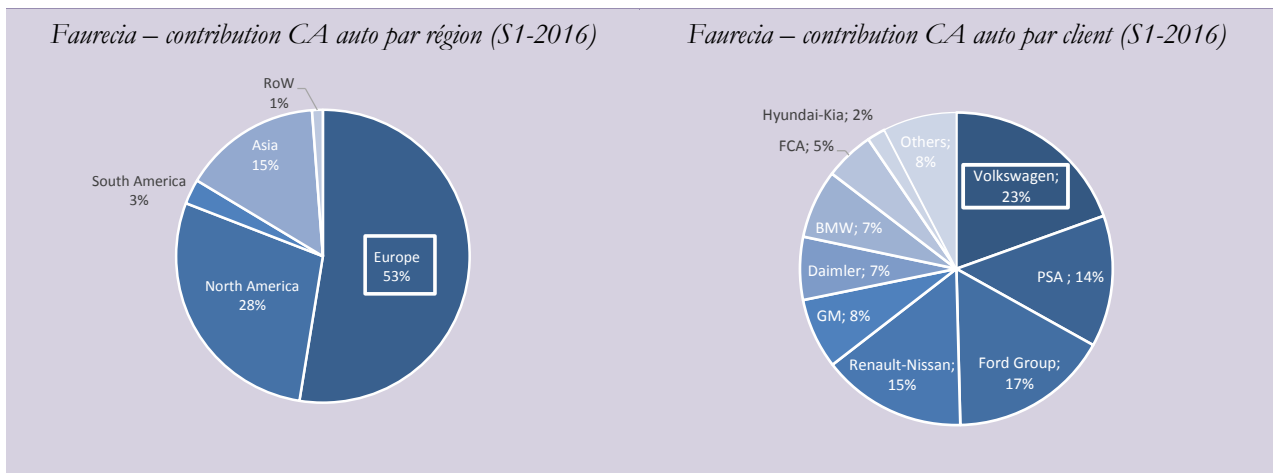
## 2. Faurecia en six graphes

**Fig. 1: Une croissance portée par l'Asie et par le segment « Emission control »**



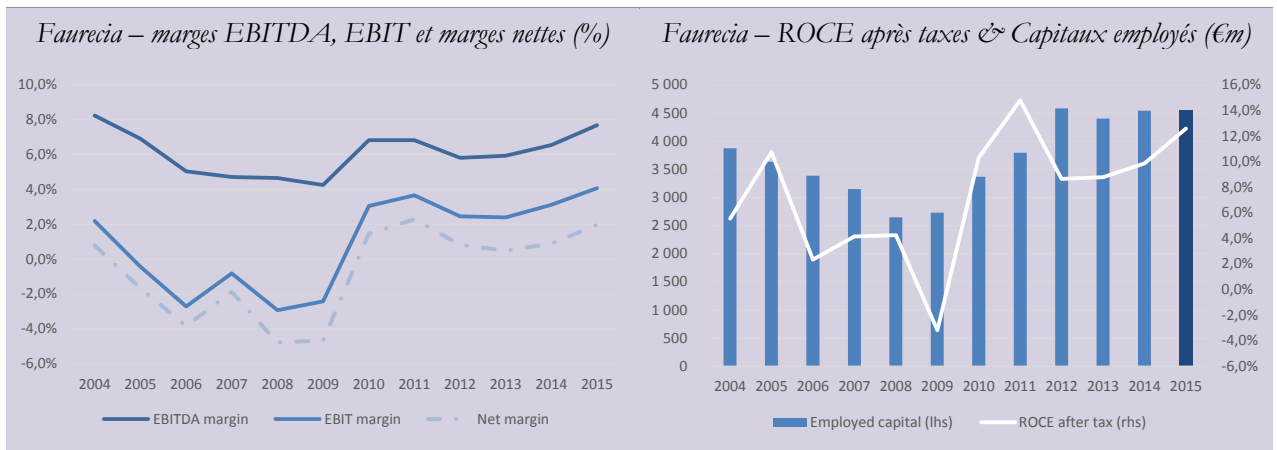
Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: Un groupe très européen et très américain**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 3: Une marge opérationnelle en croissance, comme le ROCE**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

### 3. « Transformers »

Suite à la revente de son activité extérieure (*FAE*) à **Plastic Omnium**, expert des composants plastiques dans le secteur, l'équipementier automobile **Faurecia**, ancienne filiale du constructeur automobile français **PSA**, dispose désormais d'un portefeuille de produits cohérent et plus technologique. Fort d'un nouveau management à l'origine d'une stratégie portée vers les principaux marchés de croissance du secteur, le groupe est l'un des rares équipementiers automobiles capable d'accroître sa marge opérationnelle sur le court terme de **>150pb**.

Autrefois très européen, peu rentable aux Etats-Unis et très exposé aux constructeurs automobiles français, Faurecia était considéré comme l'équipementier automobile européen avec la plus faible valeur ajoutée. Le nouveau plan stratégique présenté le **19 Avril 2016** par le nouveau DG, **Patrick Koller** (*ancien Directeur de l'exploitation depuis Février 2016 et ancien vice-président du segment Faurecia Automotive Seating depuis 2006*), suite à la séparation du poste de **DG** et de **Président du Conseil d'Administration** (*poste qui sera toujours géré par Yann Delabrière, l'ancien PDG du groupe depuis 2007*), a pour ambition de repositionner le groupe vers des activités de croissance et à plus forte valeur ajoutée, tout en permettant une amélioration significative de la marge opérationnelle (*de 4,4% fin 2015 à une marge attendue par le groupe à 6% en 2018*) et de la génération de cash.

Fort d'une expertise dans le **design et l'assemblage de sièges** automobiles innovants, combinée à un savoir-faire dans les marchés **des cockpits et carrosseries intérieures**, et **traitement des émissions de CO<sub>2</sub>/NO<sub>x</sub>**, Faurecia est un acteur automobile présent sur tous les différents thèmes de croissance long-terme du secteur, thèmes à l'origine de surperformance vis-à-vis de la production automobile, mais également à l'origine d'amélioration de la profitabilité.

Bien que nous jugeons les objectifs 2018 comme **ambitieux** (*nos estimations de BPA 2018 sont 8% en dessous des attentes du groupe*), notamment en ce qui concerne la forte accélération de la surperformance commerciale attendue par le groupe vis-à-vis du marché automobile (*+4pp de surperformance annuelle entre 2016 et 2018 contre une moyenne 2012-15 à 2,3pp*), **le potentiel de croissance des BPA à court terme nous semble malgré tout très attractif (TCAM de 11% sur 2016-18)**.

Faurecia reste aujourd'hui l'équipementier automobile le moins bien valorisé (*décote de 20% sur les multiples P/E et EV/EBIT par rapport aux comparables européens*), malgré un fort potentiel d'amélioration de la marge et de croissance des BPA sur la période 2016-18 (*TCAM à 11%*). Malgré nos estimations plus prudentes que les objectifs du groupe pour 2018, le cours actuel offre un fort potentiel de croissance (*>29%*).

Nous initions la couverture sur le titre à **l'Achat**, avec une **FV à €47**.



## 4. Une cession qui fait du sens

En décembre 2015, Faurecia annonce la signature d'un accord avec **Plastic Omnium** dans le cadre du rachat de son **activité modules extérieurs** pour une **valeur d'entreprise de €665m** (*multiplies de 7,7x l'EBITDA et 13,3x l'EBIT*). Ce segment qui représentait **moins de 10% du CA de Faurecia** était présent principalement sur le marché européen des pare-chocs, des modules de blocs-avant, mais également des hayons et ailes en plastique pour le compte de clients « premium » allemands.

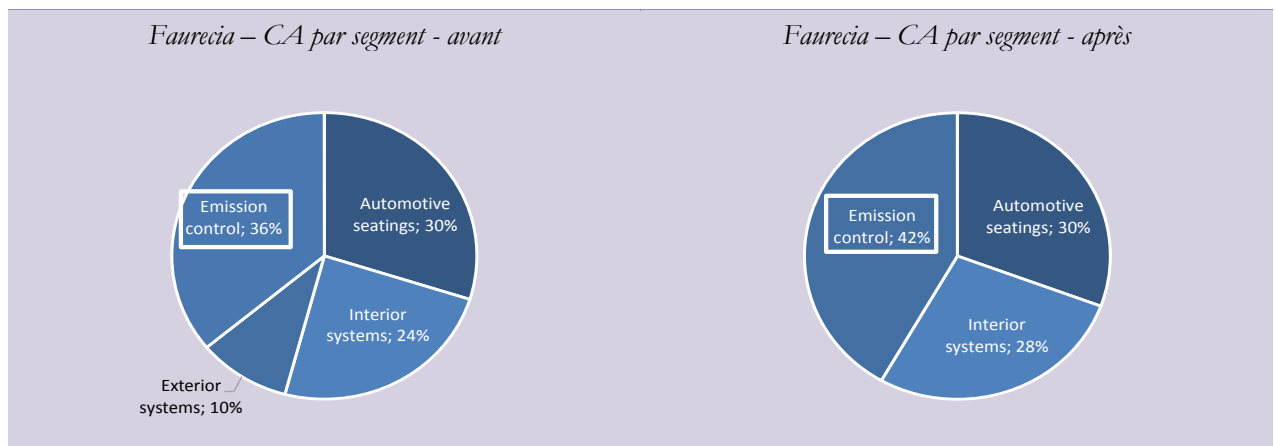
Bien que le **closing ait été réalisé le 29 juillet 2016**, le périmètre final de l'opération a été modifié par des exigences d'ordre concurrentiel de la part de la **Commission Européenne** et concerne désormais **€1,2Md** de CA estimé pour l'année 2016 pleine, **5 500** employés et **14** usines contre un CA estimé à plus de **€2Md** pour l'entité entière lors de la signature en décembre 2015. Cette opération est ainsi la plus grande acquisition jamais réalisée dans l'histoire de **Plastic Omnium** depuis 2010, date à laquelle le groupe a acheté des participations de Solvay dans une JV pour **€330m**, et est également la plus grande cession jamais réalisée par **Faurecia**.

Cette opération d'ampleur permet au groupe de se désendetter significativement et a un impact relatif considérable sur la marge du groupe.

### 4.1. Un groupe moins européen...

Suite à cette opération, Faurecia est désormais présent sur trois métiers seulement, contre quatre auparavant : **Faurecia Emissions Control Technologies**, **Automotive Seatings** et **Interior Systems**, et génère plus de **>50%** de son CA en dehors d'Europe contre seulement **46%** auparavant.

**Fig. 4: Faurecia, avant et après la cession de son activité FAE (CA par segment)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests

**Fig. 5: Faurecia, avant et après la cession de son activité FAE (CA par région)**

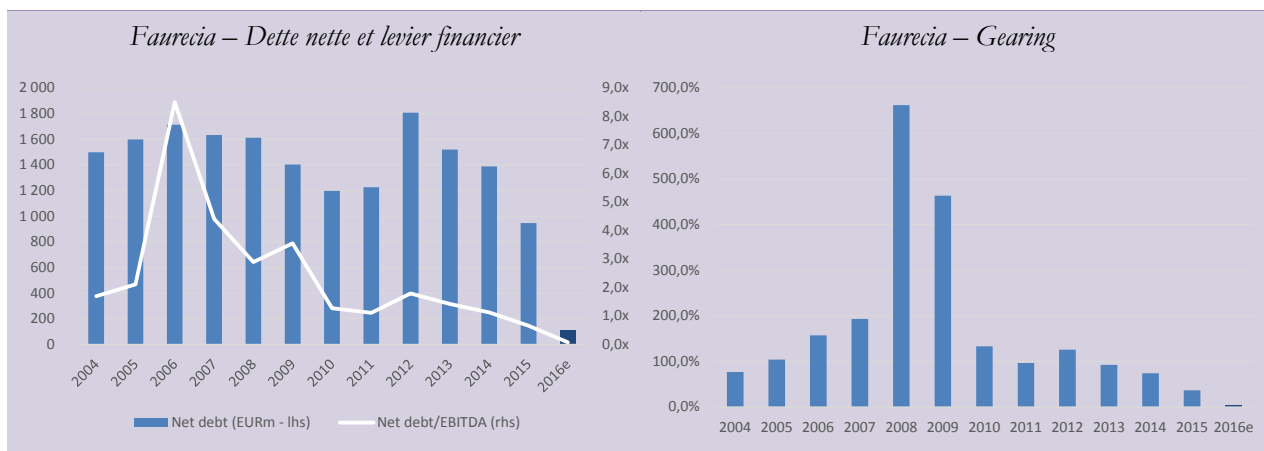


Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests

## 4.2. ...Et moins endetté

A travers cette opération le groupe réduit sa dette nette de **€665m** ce qui lui permet d'afficher un ratio de dette nette sur EBITDA à **0,1x fin 2016**, contre **0,7x fin 2015** et **1,1x en 2014** et d'abaisser son *gearing* de **36%** fin 2015 à **3,6%** fin 2016. L'impact sur la dette nette du groupe se verra dès le second semestre 2016, le closing de l'opération étant intervenu le **29 juillet 2016**.

**Fig. 6: Evolution de l'endettement du groupe depuis 2004**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests

Bien que le levier du groupe était déjà faible en 2015 comparé aux dernières années, mais également comparé au covenant de **2,5x** lié aux **€1,2Md** de facilité de crédit dont bénéficie le groupe, cette cession permet au groupe de se positionner potentiellement comme un consolidateur du secteur sur les trois segments où il domine le marché. Sa volonté d'accroître son exposition au véhicule connecté et au véhicule autonome pourrait potentiellement être à l'origine d'une **acquisition très technologique** dans le secteur HMI (*Human Machine Interface*) par exemple. Le groupe s'est donné deux contraintes d'investissements limitant le potentiel de croissance du groupe grâce aux acquisitions externes: **1/les acquisitions doivent avoir un impact court terme relatif sur l'EBITDA et le BPA et 2/le ratio dette nette/EBITDA ne doit pas dépasser 1,0x** ce qui implique un montant maximum à dépenser de **€1,4Md**. Nous estimons que ce levier pourrait avoir un impact relatif de **>20%** au maximum sur les **BPA 2017<sup>e</sup>** du groupe et un impact de **€5 sur la FV**.

## 5. Un groupe présent sur des marchés de croissance...

### 5.1. Vers un véhicule plus propre et connecté

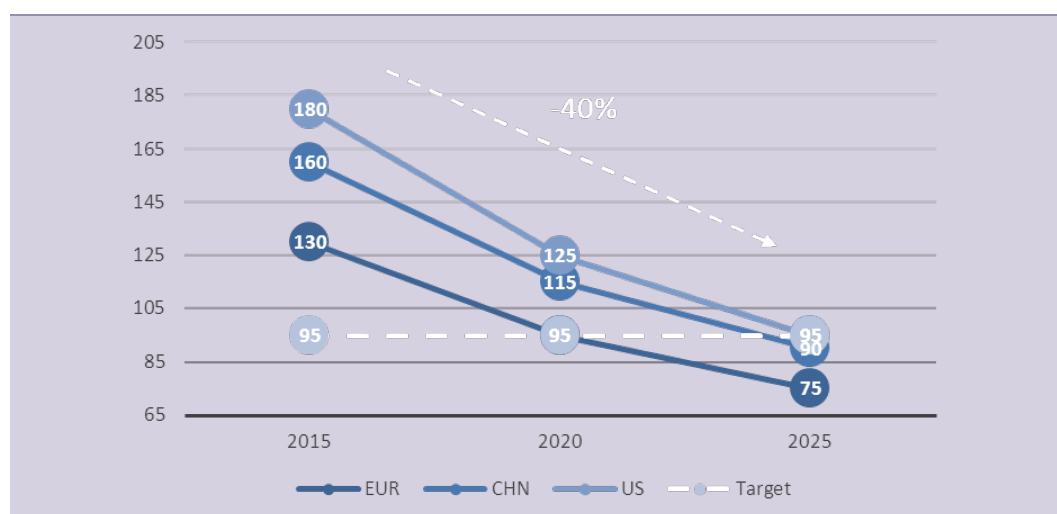
#### 5.1.1. Une réduction des émissions de CO<sub>2</sub> par l'allègement du véhicule

##### 5.1.1.1. Des solutions limitées pour répondre aux pressions réglementaires

Depuis le début des années 2000, une double pression s'est abattue sur les constructeurs automobiles, d'une part provenant des **consommateurs réclamant des véhicules consommant moins de carburant** suite à la flambée du prix du pétrole (*jusqu'à \$150/baril*) et d'autre part issue des **autorités réglementaires instaurant des normes d'émissions de CO<sub>2</sub> toujours plus strictes**.

La nécessité de réduire consommation et émissions est devenue prioritaire pour les constructeurs lorsque **l'Union Européenne, le Japon et les Etats-Unis** ont progressivement imposé des standards contraignants concernant les émissions de CO<sub>2</sub>/km. Le secteur du transport représentant environ un tiers des émissions mondiales de CO<sub>2</sub>, des réglementations dans les pays matures ont rapidement été mises en place afin de réduire son impact sur l'environnement mais également sur la santé de la population. L'Union Européenne a par exemple fixé un objectif de **95g/km de CO<sub>2</sub> pour 2020** comme moyenne pour chaque constructeur, avec un système de pénalité de **€95 par gramme pour chaque voiture** émettant plus que le seuil fixé en cas de dépassement de la moyenne pour le groupe. Ce même type de contrainte réglementaire existe également dans d'autres pays matures tels que les **Etats-Unis ou le Japon**. La Chine également s'est récemment lancée dans la chasse aux émissions obligeant les constructeurs à modifier la façon de concevoir les véhicules.

**Fig. 7: Des objectifs de réduction d'émissions de CO<sub>2</sub> contraignants (CO<sub>2</sub> g/km)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

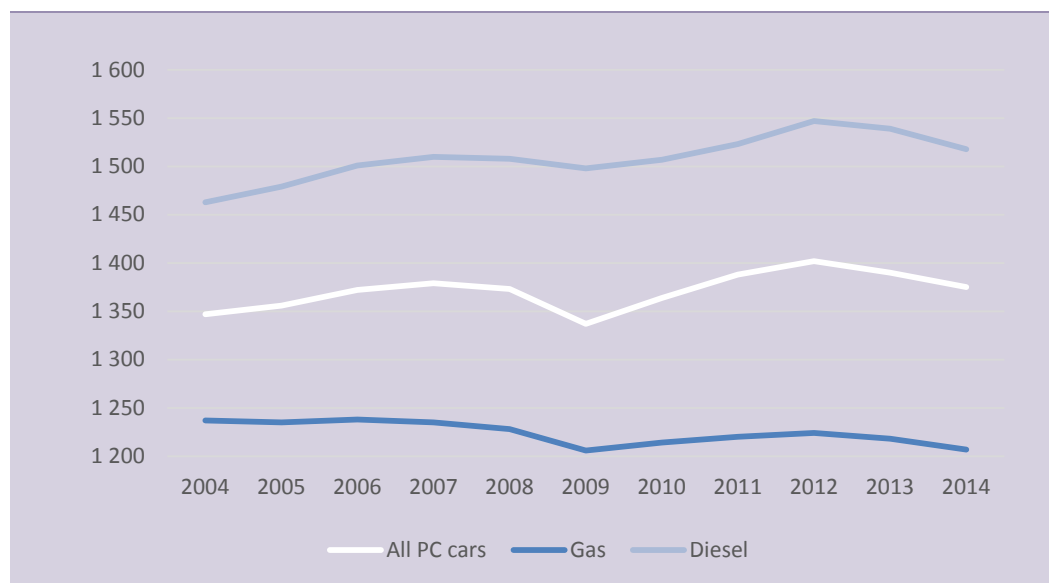
Les constructeurs ont alors **5 solutions** pour répondre à ces pressions commerciales et réglementaires : **1/ L'allègement du véhicule** ; **2/ L'aérodynamisme** ; **3/ les technologies de réduction d'émissions** liées au moteur et au système d'échappement ; **4/ le downsizing moteur** et enfin ; **5/ L'hybridation du véhicule**.

### 5.1.1.2. Les constructeurs en quête de produits et de matières innovants

Au niveau mondial le poids moyen d'un véhicule n'a cessé de s'alourdir sous les contraintes de sécurité et d'acoustique pour atteindre **1,4 tonne en 2010**, un poids record qui devrait désormais partir à la baisse dans un marché de pièces et composants qui tend vers un allègement des pièces et composants dans l'habitacle ainsi que l'utilisation progressivement accrue de matières plus légères dans les carrosseries. Rappelons **qu'alléger un véhicule de 100kg permet une économie de carburant de 0.35l/100km soit une réduction d'émissions de CO<sub>2</sub> de 10g/km**.

Comme le démontre le cas européen, les constructeurs ont jusqu'à présent utilisé le levier technologique de réduction des émissions pour se conformer aux normes. Les nouveaux véhicules mis en circulation dans l'Union Européenne entre 2004 et 2014 ont ainsi réduit de **40g/km leurs émissions de CO<sub>2</sub>** alors que leur poids a légèrement augmenté (+2%). En regardant plus en détails il apparaît que le poids des véhicules à motorisation essence a baissé de **2,4%** sur la période, alors que pour les motorisations diesel il a augmenté de **3,7%**, à cause notamment de l'installation de systèmes de réduction d'émission de particules (*piège à NO<sub>x</sub> ou système SCR*).

**Fig. 8: Des véhicules européens légèrement plus lourds en 2014 qu'en 2004 (kg)**



Source: European Environmental Agency; Bryan, Garnier & Co ests.

**Le réel potentiel de réduction des émissions semble donc désormais résider dans l'allègement du véhicule** (*qui passe notamment par la refonte des procédés industriels des pièces de l'habitacle du véhicule et le recours à des matériaux plus légers tels que les composites*) qui entraîne également des économies de consommation de carburant. Notons tout de même que cette tendance à l'allègement devrait être légèrement freinée par l'essor des véhicules hybrides/électriques dont la batterie alourdit énormément le poids du véhicule (*20% du poids total de la voiture contre 12% pour les véhicules thermiques*).

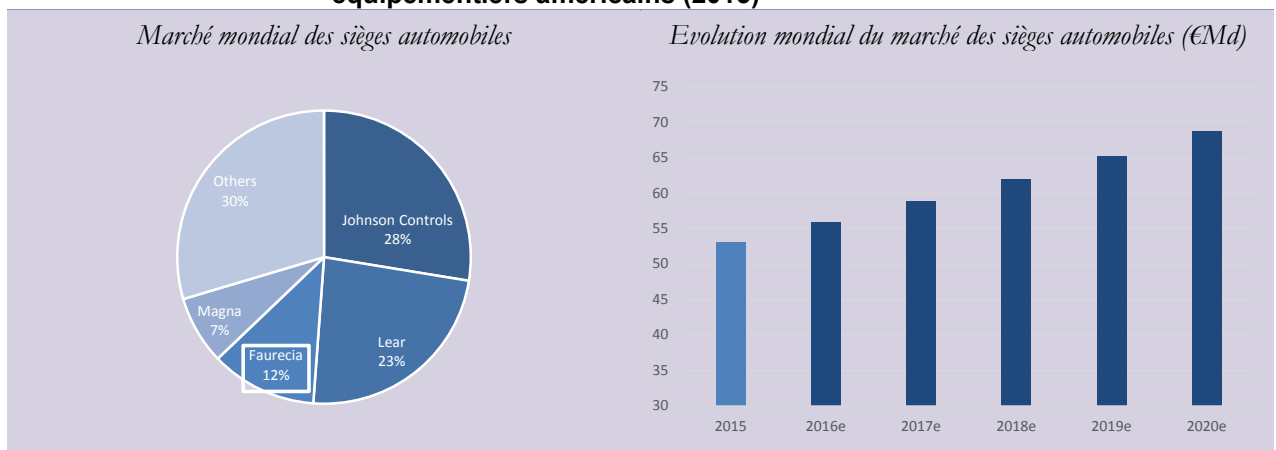
Le plastique n'est pas la seule matière à prendre de l'importance dans la conception d'un véhicule au détriment de l'acier, les **matières dites « composites » apparaissent déjà comme le prochain virage technologique**. A titre de rappel, les matériaux composites sont l'alliance entre une matrice polymère (*c'est-à-dire plastique*) et un autre matériau, sous la forme d'une fibre tissée, formant ainsi trois grandes familles de composites dans le domaine automobile : les fibres de verre, fibres de carbone et fibres naturelles.

L'avantage d'allier deux matériaux est la capacité à modifier les caractéristiques de l'alliance, rendant alors le matériau composite **plus léger (50% plus léger que l'acier), plus malléable** et également capable d'intégrer **d'avantage de fonctions par pièce**. Cet alliage ultraléger reste pourtant historiquement réservé aux monoplaces de formule 1, modèles de luxe à l'instar de **l'Aventador de Lamborghini** dont la structure est entièrement réalisée en fibre de carbone, et plus récemment certains modèles électriques comme **le Pi3 produit par BMW**, essentiellement dû à leur **prix élevé**. Actuellement, les véhicules de masse ne bénéficient principalement de ces applications que sur les hayons, sièges et pare-chocs.

### 5.1.1.3. Faurecia : une gamme de produits plus légers et technologiques

Faurecia, à travers sa division **Faurecia Automotive Seating (€5,8Md de chiffre d'affaires produits à travers 77 sites de production et 19 centres R&D)**, est notamment positionné sur cette tendance d'allègement du véhicule. Sur ce segment des sièges automobiles, le groupe propose : **1/ des structures et mécanismes de sièges** où Faurecia est le **numéro 1 mondial (17% de pdm)** et ; **2/ des sièges complets** regroupant armatures, mécanismes, pavés de contrôle, accessoires et revêtements, une expertise dans laquelle Faurecia est **numéro 3 mondial (12% de pdm)** derrière les équipementiers américains **Johnson Controls** et **Lear**.

**Fig. 9: Un marché mondial du siège à €53Md, encore dominé par les équipementiers américains (2015)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests; MarketsandMarket

**Fig. 10: Faurecia, dans le peloton de tête des sièges automobiles**

*Structure et mécanismes de siège de Faurecia – 17% pdm mondial*    *Siège complet de Faurecia – 12% pdm mondial*



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co est.

Les sièges représentent 6% du poids total d'un véhicule, et 5% du coût total de production

Cet essor du groupe parmi les leaders mondiaux du marché des sièges automobiles s'explique notamment par une **offre fortement tournée vers l'allègement du véhicule et la connectivité**, sur un élément non-négligeable du véhicule, les sièges représentant **6% du poids total et 5% du coût total d'un véhicule**. Cette adéquation de l'offre avec les besoins du marché ne cesse de s'ajuster à travers le caractère innovant de Faurecia (*489 brevets déposés en 2015*), qui a notamment présenté deux innovations en 2015 :

- Le siège intelligent **Active Wellness**, premier siège au monde capable de détecter la somnolence ou le stress de son occupant à travers des capteurs intégrés au siège et capables de détecter le rythme cardiaque et respiratoire du conducteur et des occupants, un type de massage spécifique ainsi que la circulation d'air dans le système de ventilation sont alors mis en route automatiquement pour réveiller et relaxer le conducteur.
- Le siège **Lightweight & Roominess**, qui par le recours à une multitude de technologies et de nouveaux procédés industriels présente un gain de poids de **2,3kg** par rapport à un siège classique ainsi qu'un gain d'espace de **3cm** pour les passagers assis à l'arrière.

Faurecia devrait ainsi pleinement profiter de la croissance du marché des sièges sur les prochaines années, marché qui devrait croître en valeur de plus de **5% par an d'ici 2020** (*MarketsandMarkets*). Son apport technologique sur ce segment est également un excellent moyen de renforcer son « pricing power » auprès des constructeurs, voire de monter en gamme et de renforcer son exposition auprès des constructeurs premium.

Outre ses autres produits sièges phares comme le siège avant Global & Modular (*gain de 1,6kg*), Faurecia se développe également sur les **matériaux composites**. A noter que ce segment, jusqu'alors intégré dans la division **Faurecia Automotive Exteriors**, n'a pas fait partie de la cession à Plastic Omnium et concerne 1 centre de R&D et un site de production regroupés en France. A travers ses nombreux partenariats de recherche (*dont le principal concerne l'accord de R&D signé en 2012 avec l'Institut de Fraunhofer sur l'ingénierie et le prototypage représentatif de procédés industriels innovants pour la production de composites*), le groupe a progressivement développé son expertise sur les composites en proposant notamment des **pièces d'extérieur en composites** (*ailerons, toits, portières*), des **pièces semi-structurelles** (*bac de roue de secours*) et des **pièces structurelles** pour cabines de camion.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

L'activité de **Faurecia Automotive Composites** (*créée en 2012*) soulève néanmoins des **inquiétudes depuis la perte de contrats** avec **McLaren** (*hayons*), **Renault** (*planchers de coffres*) ou encore **Man** (*calandres*) survenue en 2015 et obligeant désormais le groupe à restructurer sa filiale. Cette restructuration comprend la fermeture du site de production de Redon en France, ne laissant plus que les sites de St Malo et de Theillay opérationnels. Nous nous attendons à ce que Faurecia ralentisse le développement de son activité composites, au vue de cette déconvenue commerciale et de la très faible rentabilité de cette activité encore naissante dans l'industrie automobile. **L'écartement des composites de la stratégie du groupe le pénaliserait sur le long-terme, sachant que d'autres équipementiers à l'instar de Plastic Omnium prennent de l'avance en accroissant leurs investissements en la matière et en élargissant leur gamme.**

Un tiers de l'énergie produite par un moteur thermique est perdue sous forme de chaleur dans le système d'échappement

#### 5.1.1.4. Faurecia vise l'hybride avec la récupération d'énergie

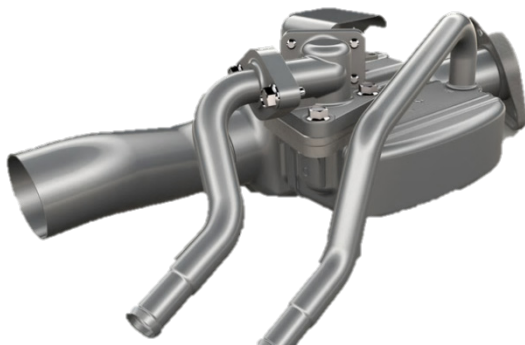
La récupération d'énergie répond à deux problématiques : **1/ la réduction des émissions** de CO<sub>2</sub> ; **2/ l'allongement de l'autonomie** des véhicules hybrides. A titre de rappel, on estime à **30% l'énergie générée par le moteur perdue à travers la chaleur dans les gaz d'échappement**. Les systèmes de récupération d'énergie peuvent ainsi avoir deux fonctions, soit « *heat-to-heat* » où la chaleur récupérée est destinée à chauffer l'habitacle et remplace ainsi le système de chauffage, soit le « *heat-to-electricity* » où la chaleur récupérée est utilisée pour recharger la batterie du véhicule hybride.

A travers son activités Faurecia Emission Control, l'équipementier automobile français propose depuis 2006 des systèmes **EHRS** (*Energy recovery heat system*) à destination des motorisations hybrides, cette technologie est capable d'améliorer nettement la performance énergétique du véhicule en **récupérant 40% de l'énergie en perdition** (*jusqu'à 5% d'économies de carburant et une réduction de 3g/km CO2*). Dans le détail, la chaleur est récupérée par un échangeur thermique intégré à la ligne d'échappement. L'énergie récupérée est ensuite utilisée pour réchauffer le moteur et l'habitacle, permettant au véhicule de fonctionner plus longtemps sur le mode électrique. La dernière génération de ce système s'axe davantage sur l'allègement du véhicule avec un gain de **2kg** comparé à l'ancienne version du produit, portant le poids du dispositif en-dessous des **3kg**. Cette toute dernière génération d'EHRS, sortie en 2016, a récemment été adoptée par **Hyundai** pour équiper ses modèles **Ioniq hybride et électrique**.

**Fig. 11: Un produit tourné vers les motorisations hybrides**

Récupérateur d'énergie EHRS de Faurecia

Hyundai IONIQ Hybride – 1<sup>er</sup> véhicule équipé du dernier EHRS



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Fort de cette expertise, Faurecia développe actuellement des systèmes encore plus innovants, comme l'**EHPG** (*Exhaust Heat Power Generation*) et le **TEG** (*Thermo-Electric Generator*), autant d'innovations qui permettront de convertir la chaleur en perte dans le pot d'échappement en puissance mécanique ou en électricité. Leur production de masse ainsi que leur commercialisation ne sont néanmoins pas prévues avant **2020**.

Le positionnement de Faurecia sur le segment de la récupération d'énergie « *heat-to-heat* », où le groupe ambitionne de s'imposer avec une part de marché de **30%**, nous semble **très favorable et générateur de croissance à long-terme**. Bien que l'automobile s'oriente progressivement vers l'électrification, l'hybride devrait être le segment qui connaîtra la plus forte croissance (*autonomie plus longue et prix plus abordable que les modèles 100% électriques*). Or **les systèmes de récupération d'énergie sont un des moyens pour l'hybride de présenter des caractéristiques qui seront de plus en plus comparables aux motorisations thermiques et qui constituent pour l'heure le principal frein à leur achat**. Faurecia s'attend à un élargissement du marché de la récupération de l'énergie de l'ordre de **€1Md** d'ici 2025.

## 5.1.2. Système SCR en main, à la chasse aux émissions de NOx

### 5.1.2.1. Face aux pressions réglementaires ...

A l'image du cas européen où les normes sur les émissions polluantes n'ont cessé de se durcir depuis la toute première norme entrée en vigueur en 1993, les corps réglementaires du monde entier, que ce soit dans les pays matures ou émergents, focalisent de plus en plus leur attention **sur les émissions de CO<sub>2</sub> et de particules NOx des véhicules en vente**. Alors que l'Europe s'engage depuis peu dans les normes **Euro 6** qui sont amenées à se renforcer avec une norme **Euro 6 d** dont les bases sont encore à l'étude, **les Etats-Unis** ne sont pas en reste avec l'application des **Tier 3 Standards** dès 2017.

**Fig. 12: Emissions des normes européennes pour les moteurs diesel et essence sur les polluants**

g/km		Monoxyde de carbone (CO)	Hydrocarbures (HC)	Hydrocarbures non méthaniques (NMHC)	Oxydes d'azote (NOx)	HC+Nox	Particules
Euro 1	Essence	2,72				0,97	
	Diesel	2,72				0,97	0,140
Euro 2	Essence	2,20				0,50	
	Diesel	1,00				0,70	0,080
Euro 3	Essence	2,20	0,20		0,15		
	Diesel	0,64			0,50	0,56	0,050
Euro 4	Essence	1,00	0,10		0,08		
	Diesel	0,50			0,25	0,30	0,025
Euro 5	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,18	0,23	0,005
Euro 6	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,08	0,17	0,005

Source: ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.



### 5.1.2.2. ... une technologie se démarque : *le SCR*

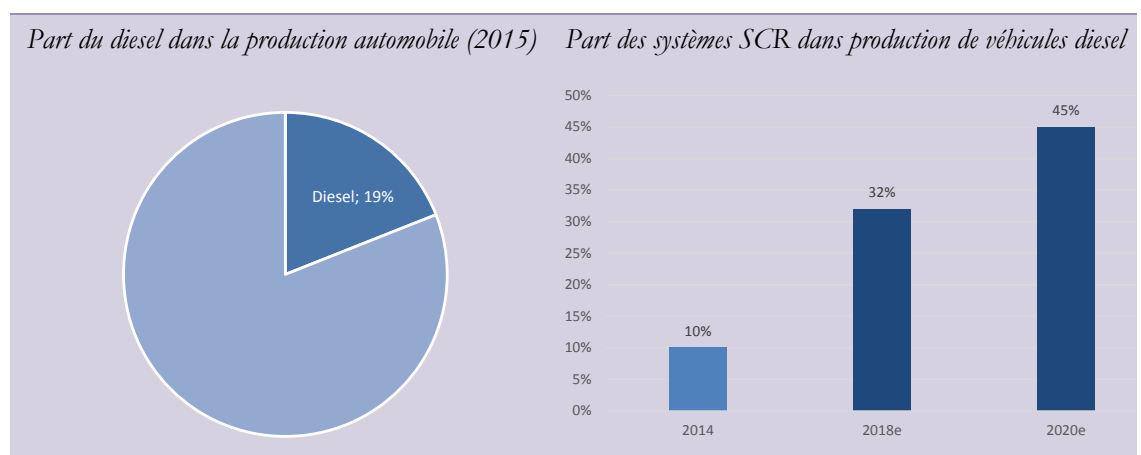
Les constructeurs automobiles disposent aujourd’hui de deux moyens/systèmes de dépollution afin répondre à la récente pression règlementaire pesant sur les rejets de particules NOx de leurs véhicules diesel : **1/ les systèmes SCR** (*Selective Catalytic Reduction*) ; **2/ les systèmes NOx-trap**.

Parmi les deux solutions évoquées, la plus sophistiquée mais aussi la plus efficace est sans conteste le **système SCR**, qui permet grâce à la pulvérisation d’urée liquide une transformation chimique des oxydes d’azote (*réduction*) en diazote et en vapeur d’eau. Cette technologie revendique une efficacité atteignant les **90 à 95%** dans le meilleur des cas mais coûte **€100 à €200** de plus qu’un système de **NOx-trap** traditionnel (*un système complet SCR coute entre €300 et €500 par véhicule*).

Moins efficace, le système **NOx-trap** n’est efficace qu’à **70%** car il est moins souvent utilisé que le système SCR à cause du problème de colmatage qui bloque la vanne EGR. Ce problème oblige le constructeur à réduire le nombre de processus de recirculation ce qui implique une remontée de la température et donc une hausse du taux de particules NOx et ainsi dépasser la quantité de NOx que le NOx-trap peut traiter. Comme le SCR est capable de traiter un volume supérieur de gaz d’échappement, il s’avère moins sensible que le piège à NOx à la baisse du taux de recirculation des gaz.

Face au resserrement rapide de la réglementation sur les rejets de particules polluantes, les constructeurs se montrent désormais plus enclins à équiper leurs nouveaux modèles de systèmes SCR, certes plus onéreux, mais permettant de réduire drastiquement les rejets de NOx. De plus, cette **tendance de fond s’accompagne d’un effet de rattrapage** de la part de constructeurs européens historiquement positionnés sur les systèmes NOx-trap à l’instar de Renault, qui à la suite du scandale du diesel de Volkswagen devraient prendre le virage du SCR. Le groupe **Volkswagen**, dont la production est encore très diésélisée et est en partie équipée de systèmes NOx-trap prévoit également d’abandonner progressivement cette technologie obsolète au profit du SCR, afin de réduire ses émissions et redorer son image auprès de sa clientèle.

**Fig. 13: Vers plus de systèmes SCR dans les véhicules diesel**



Source: Faurecia; IHS; Bryan, Garnier & Co ests.

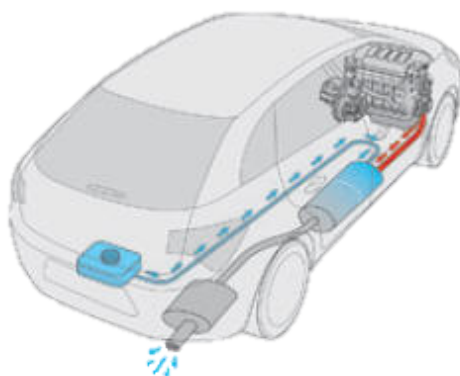
### 5.1.2.3. Faurecia, un précurseur de la nouvelle génération de systèmes SCR ?

Sur ce marché de la réduction des émissions de NOx, Faurecia est historiquement positionné sur la technologie liée au liquide AdBlue avec son système **Blue Box de mélange SCR**, dédié aux camions (sous le nom Nitro) et aux véhicules légers. Ce système Blue Box doté d'un module tourbillonnaire mélange donc l'urée (*liquide AdBlue*) avec les gaz pour ensuite projeter le mélange obtenu sur les oxydes d'azote. Il a la caractéristique de s'intégrer dans une architecture SCR en position rapprochée du moteur, permettant un amorçage accéléré et une réduction des émissions de NOx plus rapide. En plus de son isolation complète permettant une bonne gestion thermique, ce mélangeur permet de gagner **3 à 4kg** par véhicule (*c'est-à-dire une réduction des émissions de CO<sub>2</sub> de 0,3 à 0,4g/km*).

Faurecia est également actif sur le segment des **véhicules commerciaux lourds aux US** (*notamment les camions*) via l'accord commercial exclusif signé avec le premier fabricant mondial de moteurs diesel pour véhicules commerciaux **Cummins**. Dans le cadre de cet accord, Faurecia a l'exclusivité de l'approvisionnement des systèmes de mélange SCR pour poids lourds auprès de **Cummins** (*fabricant américain de moteurs diesel*) qui propose un module cylindrique **EcoFit Single Module** assemblant quatre produits de réduction des émissions dans un module (*un catalyseur à oxydation diesel, un filtre à particules, le mélangeur SCR de Faurecia et un système SCR*). Ce produit tout en un offre un gain d'espace de **50%** et un allègement de **30%** par rapport au modèle précédent. A noter que l'alliance commerciale **Faurecia-Cummins** prépare actuellement un nouveau produit dont la commercialisation est prévue pour **2017**. Néanmoins, bien que les normes d'émissions aux Etats-Unis soient destinées à devenir de plus en plus contraignantes pour les poids lourds, le **marché des poids lourds accuse actuellement un recul** (*Volvo anticipe une chute de 14% en Amérique du Nord et Brésil*). Cummins s'attend quant à lui à une baisse de **6 à 10%** pour 2016 de ses ventes de composants (*regroupant ses expertises d'émissions, récupération d'énergie et filtres*), des anticipations qui devraient **freiner la production de poids lourds et impacter négativement les livraisons de Faurecia à Cummins**.

**Fig. 14: Système SCR (Selective Catalytic Reduction) et mélangeur Blue Box**

*Fonctionnement du système SCR Plastic Omnium avec liquide AdBlue*



*SCR Blue Box de Faurecia*



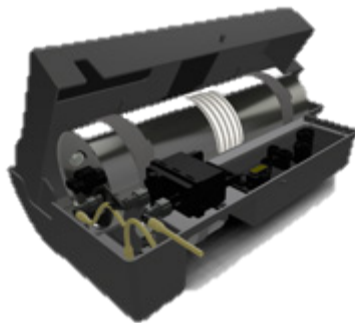
Source: Faurecia; Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Néanmoins, à l'instar d'autres équipementiers (*Plastic Omnium notamment*), Faurecia s'est déjà lancé dans le développement d'autres technologies SCR alternatives ne requérant plus le liquide AdBlue. Annoncé au salon automobile de Francfort de 2011, le **système ASDS** (*Ammonia Storage Delivery System*) de Faurecia semble le plus prometteur au vu de son stade de développement avancé et du résultat de ses phases de test présenté fin 2015. L'ASDS est un système de réduction catalytique sélective, qui diffuse des quantités très précises d'ammoniac, stockées sous forme solide dans des cartouches remplies de sel, dans le catalyseur de la ligne d'échappement. Ce procédé permet de supprimer efficacement par réaction chimique les oxydes d'azote des gaz d'échappement des moteurs diesel en transformant les oxydes d'azote en azote et en eau.

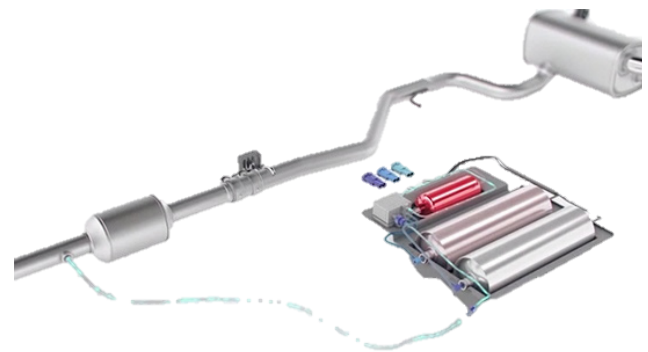
Parmi les tests réalisés sur les bus de ville de plusieurs métropoles (*Londres, Copenhague et Buffalo*), ceux de Londres présentent une conversion de **85%** des émissions de particules de NOx en eau, sur une période d'essai de 10 mois (*contre 32% pour les systèmes SCR classiques*). Les tests sur les bus de Copenhague effectués pendant 15 mois démontrent que les véhicules équipés de cette technologie n'ont émis que 1,5g/kWh de NOx contre 6g/kWh auparavant (*soit une réduction de 75%*). Les résultats d'un bus à Copenhague (*conversion de 95% des émissions de NOx sur 11 mois*) **laissent ainsi espérer que cette nouvelle technologie est parfaitement capable de présenter des performances de conversion au moins égales à celle des systèmes basés sur l'urée AdBlue**. Rappelons de plus que ces tests sont réalisés en conditions réelles de circulation et sur longue période.

**Fig. 15: L'ASDS : de l'ammoniac désormais stocké sous forme solide**

*Cartouche d'ammoniac*



*Architecture du système ASDS*



Source: Faurecia; Amminex; Bryan, Garnier & Co ests.

Outre ses performances de conversion sur les poids lourds (*sur lesquels les systèmes de réduction d'émission classiques semblent peu adaptés*), l'ASDS de Faurecia présente de nombreux avantages comparatifs d'ordre technique : **1/ une distribution plus rapide** du produit de conversion des particules NOx (*l'ASDS fonctionne pleinement à partir de 150°C contre 180°C pour le SCR classique, sa capacité de conversion atteint tout de même 50% sous cette température optimale contre 28% pour les systèmes à urée*) ; **2/ une meilleure résistance aux basses températures** (*l'urée gèle sous les -11°C, requérant plus de temps pour réchauffer et faire fonctionner le système*) ; **3/ une densité d'ammoniac accrue** par litre (*2,3 litres d'AdAmine requis pour stocker 1kg d'ammoniac contre 5,4 litres d'AdBlue*) nécessitant un remplissage du système moins récurrent ; **4/ un gain de poids** provenant du remplacement d'un réservoir par une cartouche, **5/ moins d'entretien** de nettoyage du filtre à particules sachant que le système ASDS ne produit pas de dépôts.

Faurecia s'est positionné sur cette technologie depuis 2011, date d'entrée au capital d'**Amminex** (*inventeur danois du procédé de conteneurisation de l'ammoniac sous forme solide appelé AdAmmine*) à hauteur de **21%** (€19,6m). Cette opération capitalistique s'est accompagnée d'un partenariat stratégique avec le groupe pour développer la cartouche d'ammoniac ainsi que le système de distribution y afférant.

Même si ce produit développé par le partenariat **Faurecia-Amminex** est encore en phase de test et l'est uniquement sur le segment des bus et véhicules commerciaux, nous estimons que son développement et sa potentielle pénétration du marché des véhicules légers devraient reposer sur ses nombreux avantages techniques par rapport au système à urée AdBlue. **Si le succès du système ASDS venait à se confirmer sur les poids lourds, une transposition de cette technologie sur le segment de masse des véhicules légers deviendrait alors plus que probable et favorable pour Faurecia, lui assurant une position de leader sur un marché en pleine croissance.**

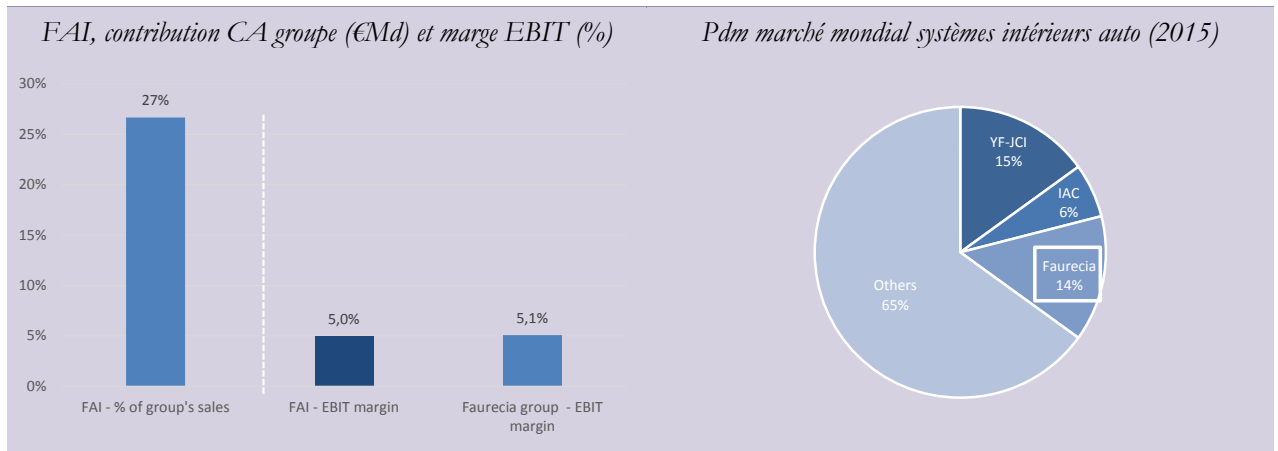
### 5.1.3. Cap sur le véhicule connecté et autonome

#### 5.1.3.1. Un « momentum » favorable à un changement de stratégie ...

Faurecia ne se positionne que depuis **très récemment sur le segment de la voiture connectée** via sa division **Faurecia Interior System**, une activité qui malgré son importante contribution au chiffre d'affaires du groupe (*environ 27%*) restait en retrait des plans stratégiques majeurs du groupe. Le marché des systèmes d'intérieur était il y a encore quelques années très concurrentiel et mené par cinq acteurs de classe mondiale tandis que le reste de l'écosystème restait très fragmenté, un environnement difficile qui rendait l'activité des systèmes d'intérieur peu rentable (*1,8% de marge d'EBIT contre une moyenne du groupe à 3%*). Le virage du « **cockpit du futur** » comme le surnomme le groupe (*l'habitacle d'un véhicule connecté voire autonome*) n'a réellement été pris qu'en **2015** suite à l'émergence d'un environnement concurrentiel moins fort avec la sortie de trois grands groupes de ce marché, un niveau de rentabilité au niveau du groupe permettant l'allocation de plus de capex sur cette division et des perspectives de marché très prometteuses sur le véhicule connecté et autonome. L'année 2015 a ainsi vu les investissements du groupe dans sa division Interior bondir de **20%** YoY à **€190m**.

A titre de rappel, la division FIS génère aujourd'hui **€5Md** de chiffre d'affaires à travers **85 sites de production** et **8 centres de R&D** dans le monde. Sa génération de marge reste néanmoins structurellement inférieure aux autres divisions sièges et contrôle des émissions du groupe (*3,9% de marge d'EBIT contre respectivement 4,9% et 4,8%*), or la **profitabilité de la division devrait s'améliorer à horizon court-terme avec une offre qui tend vers plus de technologie et de « pricing power »**. A travers sa division dédiée, Faurecia propose une gamme de modules et systèmes destinés à équiper l'habitacle du véhicule : planches de bord, consoles centrales, cockpit, panneaux et modules de portes, produits et modules acoustiques, pièces de décoration. Faurecia dispose d'ores et déjà d'un positionnement concurrentiel bien ancré avec **14% de parts de marché au niveau mondial**, derrière **YF-JCI** et devant **IAC**.

**Fig. 16: Faurecia sur le marché des systèmes d'intérieur automobiles**



Source: Faurecia; Companies data; Bryan, Garnier & Co ests.

### 5.1.3.2. ... en faveur des systèmes HMI

L'arrivée du véhicule connecté et autonome, déjà visible à travers les multiples partenariats technologiques noués entre constructeurs, équipementiers et acteurs technologiques en la matière et les sommes engagées en R&D, sous-entend une profonde refonte de l'habitacle du véhicule et plus précisément du cockpit. De **nouveaux matériaux** sont nécessaires, il faut **repenser l'architecture pour intégrer les smartphones et tablettes**, la mise en place de **capteurs pour la collection de données** est également indispensable, requérant donc beaucoup plus d'électronique.

Ces tendances long-terme technologiques représentent un facteur de croissance pour les systèmes **HMI (Human Machine Interface)** dont les zones de développement potentiel comprennent les portières, le côté conducteur, côté passager et enfin la zone centrale de commandes. L'objectif de cette technologie étant d'optimiser la connectivité entre conducteur et véhicule et entre conducteur et constructeur, via l'utilisation des applications et des smartphones. **Le virage technologique des HMI le plus visible réside dans les tableaux de bords centraux.** En effet, depuis 2010 et l'époque des boîtiers autoradio et pavés de contrôle de l'air conditionné/chauffage, les systèmes ont évolué vers des écrans toujours plus grands, plus tactiles et centralisés. D'ici les prochaines années sont attendus des pavés numériques tactiles intégrés au cockpit du véhicule, pour une plus grande interaction entre le conducteur et le véhicule ainsi que l'intégration des smartphone dans cette relation.

**Fig. 17: Du boîtier ...**

*Boîtier de divertissement - 2010*



*Ecrans d'affichage multifonctions - 2014*

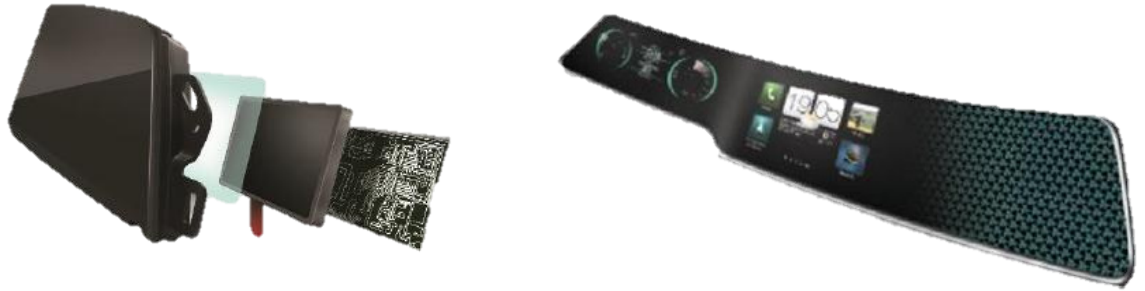


Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 18: ... à la surface intelligente intégrée**

*Ecrans d'affichage entièrement tactiles - 2016*

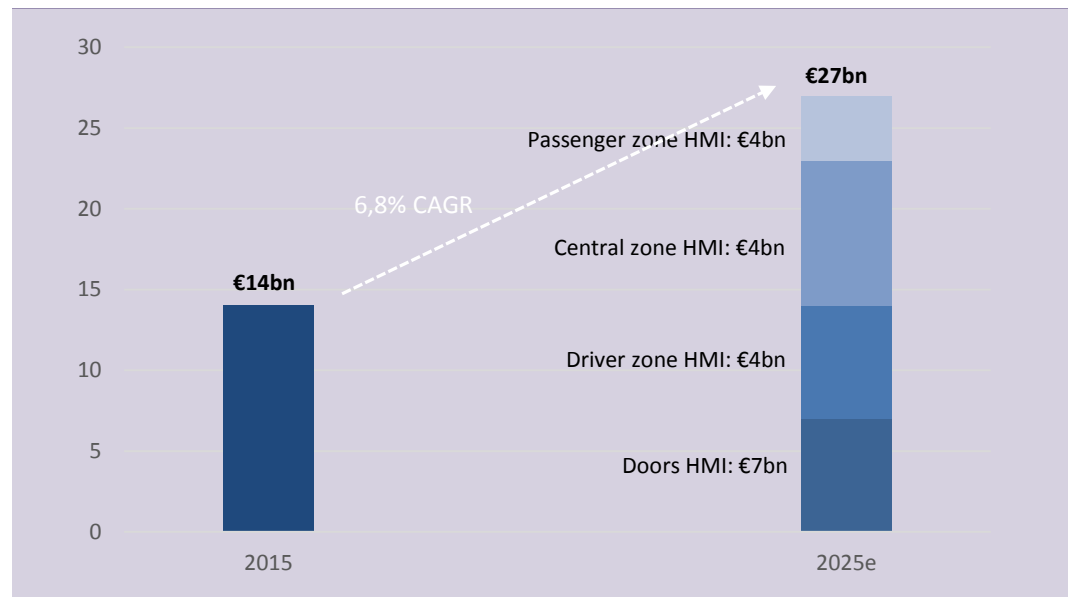
*Affichage intégré à la décoration, « smart surface » - post 2018*



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce marché, Faurecia attend une **croissance TCAM de 6,8% jusqu'en 2025** pour atteindre **€27Md**, où la zone centrale de commandes et la zone du conducteur seront prépondérantes. Le groupe ambitionne également de détenir une part de marché mondiale de **10 à 20%** à horizon 2025 (soit €2,7Md à €5,4Md), une **stratégie d'envergure portée sur un portefeuille de plus en plus technologique**, venant ainsi casser avec l'histoire de la division sur ces dernières années.

**Fig. 19: Prévisions de croissance du marché mondial des systèmes automobiles HMI (€Md)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

### 5.1.3.3. Plus de valeur ajoutée pour plus de pricing power

Pour l'instant, Faurecia est surtout **positionné sur le design et l'architecture du cockpit** via les composants mécaniques d'intérieur, décorations et surfaces de tableau de bord. Pour soutenir son plan stratégique de renforcement sur les systèmes HMI, le groupe a lancé un programme d'innovations centré sur l'amélioration de son expertise sur les écrans de commandes centraux, les films tactiles pour écrans et plus largement sur tout ce qui affère au tactile. Ce plan concerne également l'obtention de nouvelles compétences sur les affichages intelligents centraux, conducteur, passagers, portières et de sièges également intégrés à la décoration du cockpit. **Un mouvement vers plus de savoir-faire électronique et technologique et donc plus de valeur ajoutée pour un « pricing power » accru que nous apprécions, cela devrait être le principal catalyseur vers une amélioration de la marge sur les prochaines années.**

Du côté des décorations d'intérieur, l'expertise de Faurecia sur des matériaux haut-de-gamme comme le cuir, l'aluminium ou encore le bois (*qui reste une matière extrêmement difficile à alléger et à assouplir*) lui assure une **exposition de plus en plus prononcée aux constructeurs premium** avec **Audi, Mercedes-Benz** ou encore **Alfa Romeo**. Ce portefeuille de clients premium pour la décoration constitue assurément une base clients privilégiée pour adresser les futurs systèmes HMI sur lesquels Faurecia compte se concentrer dès à présent. Parmi ses projets portants sur les systèmes HMI, deux nous semblent particulièrement porteurs et technologiques :

- Le démonstrateur « **Intuition** », regroupant toute une gamme d'innovations en développement destinées à améliorer la connectivité à bord, a été présenté au Salon de l'Automobile de Francfort en 2015. Il regroupe ainsi des écrans invisibles intégrés au cockpit et se fondant dans le décor lorsqu'ils ne sont pas utilisés, des écrans de console centrales incurvés, tactiles et haute définition ainsi que des surfaces tactiles intelligentes en aluminium faisant office de tableau de bord.

Certains éléments présentés dans ce cockpit ont d'ailleurs fait l'objet d'un accord commercial à la suite de ce salon, à l'instar de l'écran **Black Panel** adopté par **Alfa Romeo** pour son modèle **Giulia** ou encore **BMW** et son **modèle Série 7**. Cet écran de bord situé devant le conducteur se démarque par l'élégance de sa surface noire mate lorsque le contact est coupé, une fois le contact enclenché les indicateurs et voyants considérés comme les plus importants par le conducteur apparaissent.

**Fig. 20: Démonstrateur « Intuition » de Faurecia**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co est.

- Le **démonstrateur « First Inch »** est un module regroupant un tableau de commandes central, une station de recharge et l'accoudoir avant central, le tout étant **très axé sur l'intégration des smartphones et tablettes**. Ce module intègre notamment une station d'accueil et de charge sans fil pour smartphones et tablettes via la technologie d'induction. L'écran du smartphone peut également être projeté sur l'écran tactile de la console centrale.

L'écran principal est né d'un système « plastronique », associant plasturgie et électronique afin de permettre de création d'un écran tactile ultra fin recouvert d'une surface décorative transparente incurvée. Ce collage optique améliore les performances et la durée de vie de l'écran en réduisant les reflets tout en accroissant la résistance aux vibrations et à l'humidité. A noter qu'un écran **DecoDisplay** équipe déjà le modèle **Giulia d'Alfa Romeo** depuis la fin de l'année 2015.

**Fig. 21: Démonstrateur « First Inch » de Faurecia**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.



## 5.2. A la conquête de la Chine

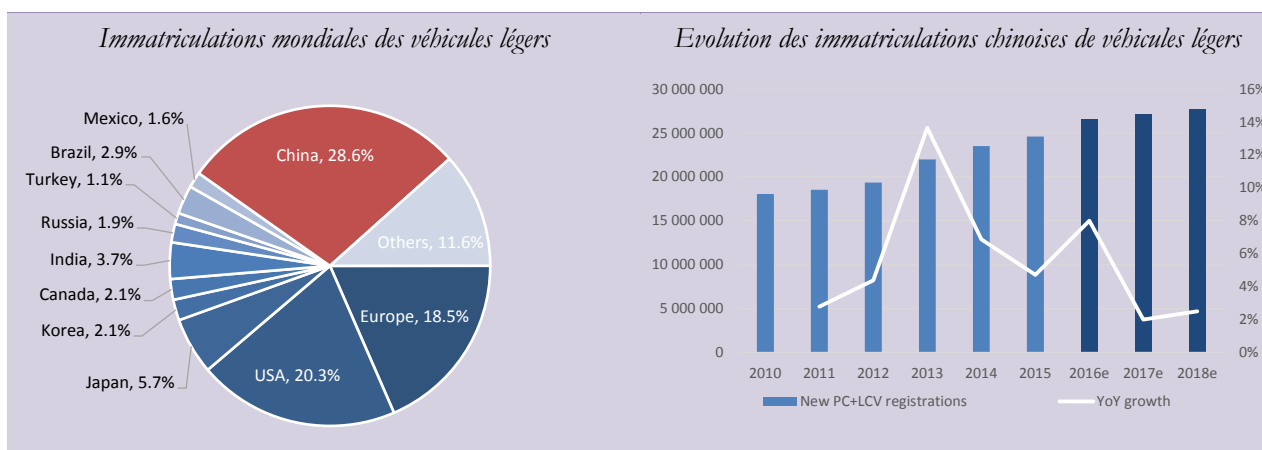
### 5.2.1. L'eldorado de l'automobile

Représentant aujourd'hui environ plus de **40%** des immatriculations de véhicules neufs et plus de **50%** de la production automobile mondiale il est en effet indispensable pour tout acteur du secteur d'être présent localement en Asie, et plus précisément en Chine, pays qui représente à lui seul **29%** des ventes et **26%** de la production automobile mondiale.

La Chine représente à elle seule 29% des ventes et 26% de la production automobile mondiale.

Bien que très différent des marchés matures (*moyenne d'âge de l'acheteur plus faible, faible part de financement dans les achats, faible part de marché des constructeurs locaux*), ce marché reste très porteur et devrait continuer à croître d'une façon conséquente sur les prochaines années, le rapprochement du taux d'équipement avec celui en Europe, au Japon ou encore aux Etats-Unis, étant le catalyseur principal, tiré notamment par l'accroissement et l'enrichissement des classes moyennes. **Nous attendons ainsi une croissance de 8% des immatriculations en Chine pour 2016 puis une normalisation à 2,5% à plus long-terme.**

**Fig. 22: Le marché automobile chinois comme locomotive du monde**



Source: Renault; Bryan, Garnier & Co ests

Faurecia est présent en Chine depuis **1994**, date d'ouverture de son activité FECT (*Faurecia Emissions Control Technologies*) sur place, qui s'est suivie par l'arrivée de FAS (*Faurecia Automotive Seating*) en 2002 puis de FIS (*Faurecia Interior Systems*) en 2005. A noter que le groupe détient également une activité de modules extérieurs regroupée dans une usine et qui n'a finalement pas fait partie de l'accord de cession de **Faurecia Automotive Exteriors** à Plastic Omnium. Faurecia a ainsi dépassé la barre symbolique de **€1Md** de chiffre d'affaires total en Chine dès 2010 et génère désormais près de **€2,6Md** (*15% du CA*) principalement via ses trois activités cœur.

Le groupe dispose aujourd'hui d'environ **40 sites de production** en Chine (*12% du total*), de **4 centres de R&D** (*13% du total*) et les ingénieurs présents dans le pays représentent **17%** des effectifs de recherche du groupe. Le pays se révèle donc être un axe de priorité pour le groupe et devrait continuer à générer une part importante de sa croissance future, au vue des prises de commandes enregistrées en 2015 (*20% des prises de commandes du groupe concernent la Chine*).

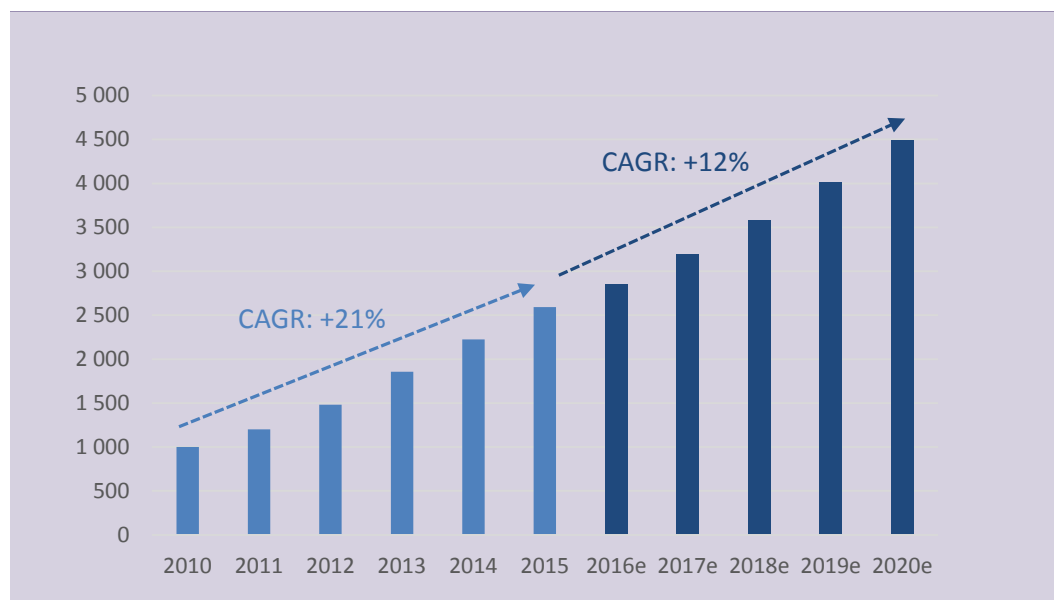
**Parmi notre univers d'équipementiers automobiles (Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo), Faurecia est le plus exposé au marché automobile chinois.**

## 5.2.2. Un plan stratégique tourné vers la Chine et les constructeurs locaux

Initialement, ce positionnement en Chine était destiné à la production de masse d'innovations conçues dans les pays occidentaux afin de profiter de l'approvisionnement en matières premières et de la main d'œuvre locale à moindre prix. Depuis, Faurecia a progressivement laissé plus d'autonomie à sa filiale chinoise (*au point que 100% des managers de la filiale sont désormais chinois*) jusqu'à lancer en 2010 un vaste programme d'innovation en local afin de répondre aux attentes spécifiques du marché chinois et d'y accroître son exposition.

A travers une stratégie de **multiplication de partenariats** sur place et un **renforcement organique** dans ses trois activités cœur, Faurecia vise un chiffre d'affaires en Chine de **€4Md** en 2018 et **€5Md** en 2020 (*contre €2,6Md à fin 2015*). Cet objectif sous-entend un **TCAM du CA de l'ordre de 14%** sur la période, un rythme bien supérieur au rythme de la production automobile dans la région (*5% en 2016 puis 2% selon IHS*). Cette guidance, qui porterait le poids de la Chine dans le chiffre d'affaires total du groupe à **19%** en 2018 et **22%** en 2020, nous semble néanmoins **réaliste compte tenu d'un portefeuille qui tend vers plus de savoir-faire technologique et dont les constructeurs chinois auront besoin pour rattraper leur retard technologique sur les modèles des JV sino-étrangères**. Seul un revirement complet du marché, pouvant potentiellement résulter d'un arrêt des incitations fiscales du gouvernement central chinois sur les petits véhicules mis en place fin 2015, serait à même de remettre réellement en question les objectifs du groupe en Chine.

**Fig. 23: Faurecia ambitionne de doubler son CA en Chine en 5 ans (€m) – Estimations BG - €Mds**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur place, Faurecia a multiplié les alliances stratégiques en créant des Joint-Ventures avec des acteurs locaux parmi lesquels **Dongfeng** ou **Geely** portant essentiellement sur ses compétences de **systèmes d'intérieur**, segment dans lequel Faurecia doit encore s'imposer avec seulement 4% de parts de marché (*derrière le leader Yanfeng, Johnson Control et Mobis*). Une approche partenariale permettant à Faurecia de renforcer indirectement ses liens avec des constructeurs chinois tout en leur exposant son savoir-faire.

Rappelons que le groupe réalisait **12%** de son chiffre d'affaires avec ces mêmes constructeurs locaux au cours du S1-2016 et qu'il cible une part de **20%** en 2018 puis de **30%** en 2020. S'exposer davantage aux constructeurs locaux est un moyen efficace de **se prémunir contre les risques politiques pesant sur les JV sino-étrangères déjà nouées** et qui peuvent être remises en cause à tout moment par le gouvernement chinois. De plus, la concentration du marché qui devrait intervenir dans les prochaines années, combinée à la montée en puissance des constructeurs locaux sur les segments **SUV** (*Sport Utility Vehicle*) et **MPV** (*Multi-Purpose Vehicle*), segments attendus en forte croissance sur les années à venir, démontre la pertinence de ce choix stratégique.

**Fig. 24: De multiples joint-ventures créées dans les systèmes d'intérieur**

Partenaire	Structure	Date	Domaine d'activité
Geely	50/50	Dec-2010	Systèmes d'intérieur, pare-chocs
Ningbo Huazhong Plastics Products	50/50	Jan-2011	Systèmes d'extérieur
Changchun Xuyang	50/50	Jun-2011	Systèmes d'intérieur, sièges
ChangAn	50/50	Apr-2013	Systèmes d'intérieur
Dongfeng	50/50	Mar-2015	Systèmes d'intérieur
Dongfeng	50/50	Mar-2015	Systèmes d'extérieur

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Au regard de la croissance organique attendue, Faurecia prévoit de se renforcer sur ses trois activités principales et plus précisément sur les activités **systèmes de sièges** (35% du CA en Chine) et **contrôles des émissions** (44% du CA en Chine). **Faurecia Automotive Seating** entend développer son expertise sur les sièges complets via de nouvelles joint-ventures tandis que les structures et mécanismes de sièges où Faurecia détient une part de marché de respectivement **13%** et **16%** devraient profiter de ce leadership et de l'acquisition de nouveaux clients (*Renault, FCA, Hyundai ...*). Le groupe entend ainsi générer **€1,7Md** de chiffre d'affaires sur ce segment d'ici 2018, portant l'exposition de sa division FAS à la Chine à **29%** (contre 15% en 2015).

Les technologies de contrôle des émissions devraient profiter du renforcement réglementaire chinois sur les émissions, tant sur les véhicules légers que sur les poids lourds. Fort de son positionnement de leader sur les systèmes de contrôle des émissions en Chine (27% de *pdm* en 2014 devant *Tenneco, Sango et Sejong*) Faurecia reste cependant quasiment uniquement exposé aux véhicules légers et peu aux modèles commerciaux. Une lacune qui est sur le point d'être comblée avec le **renforcement du partenariat Cummins-Faurecia** sur le segment des camions en Chine ainsi que la commercialisation du système de réduction des émissions de NOx **ASDS prévue pour 2017**. L'ajout de ce produit à l'offre de Faurecia devrait lui permettre d'accroître son exposition d'ici 2018 avec **€1,6Md** de chiffre d'affaires (portant la part de la Chine dans la division *Faurecia Emission Control Technologies* à plus de 20%).

**La forte exposition du groupe à la Chine devrait donc perdurer sur les prochaines années, confortant sa position de numéro un dans notre couverture sur ce marché.**

## 6. Vers une marge à 6% ?

Durant la « journée investisseurs » organisée par le groupe le 19 Avril 2016, le management de Faurecia a dévoilé plusieurs objectifs 2016-18 ambitieux, tant au niveau de l'évolution de l'activité, qu'au niveau des marges, et de la génération de cash.

A travers sa présence sur ses trois métiers, le groupe ambitionne donc de surperformer le marché de **4 points en moyenne entre 2016 et 2018**, ce qui devrait lui permettre de générer un TCAM sur ses ventes de l'ordre de **6%**. Pour rappel sur la période 2012-15, le groupe a en moyenne généré un TCAM de **5-6%** sur ses ventes, surperformant le marché de **2,3pp** en moyenne, et a publié une marge opérationnelle de **3,5%**, en dessous de la moyenne sectorielle.

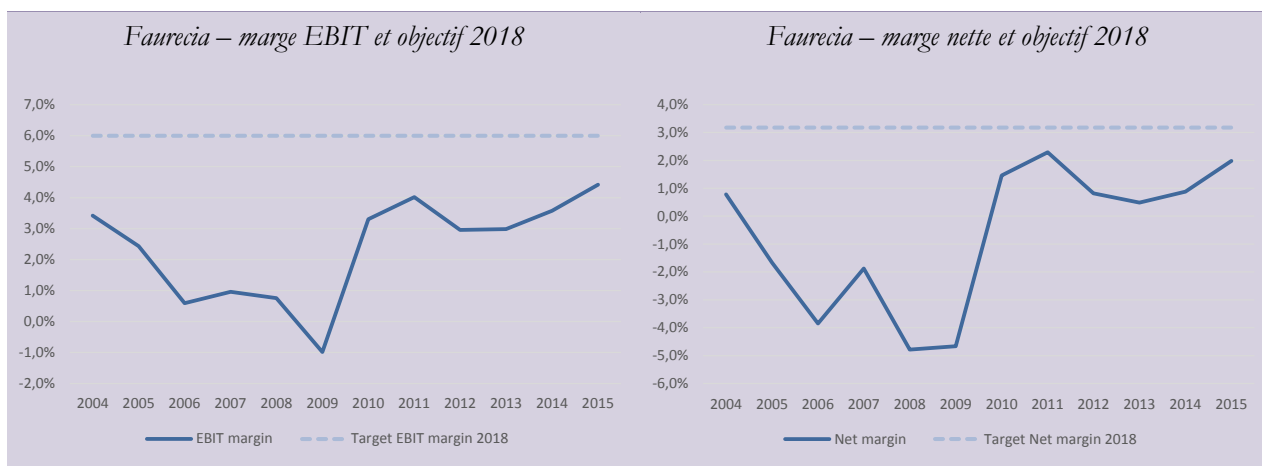
Alors que l'objectif de surperformance du marché nous paraît réalisable, nous voyons l'objectif de **6% de marge comme ambitieux**, d'autant plus que le groupe n'a jamais atteint un tel niveau de rentabilité en plus de 10 ans.

**Fig. 25: Objectifs 2016-18 de Faurecia contre 2012-15**

	2012-15	2016-18	Change
<b>Sales CAGR</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>0,0%</b>
Market growth CAGR	3,7%	2,0%	-1,7%
Overperformance	2,3%	4,0%	1,7%
EBITDA margin	6,5%	10,0%	3,5%
EBITDA margin (on value added sales)	7,3%	12,0%	4,7%
<b>EBIT margin</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,5%</b>
EBIT margin (on value added sales)	3,9%	7,0%	3,1%
Net cash flow	84,8	> €500m	-
<b>Net margin</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,1%</b>

Source: Faurecia

**Fig. 26: Evolution de la marge opérationnelle et de la marge nette de Faurecia**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests

Différents leviers devraient aider le groupe à atteindre ses objectifs d'amélioration de rentabilité (*rentabilité opérationnelle et rentabilité nette*) :

- *La cession de FAE*
- *L'amélioration du mix produit, au profit des produits innovants et de la marge*
- *Une optimisation de sa base de coûts*
- *Une optimisation des frais financiers et des impôts*
- *Des investissements sous contrôle*

## 6.1. La cession de FAE, un impact relatif sur la marge, par rapport à 2015

En se séparant de son activité la moins rentable, la marge du groupe va logiquement fortement s'améliorer par rapport à la moyenne 2012-15 de **3,5%**, à **4,4%**, impliquant seulement **150 point de base d'amélioration** à aller chercher sur 2017 et 2018. Bien que la guidance de l'amélioration de la marge du groupe intègre déjà cet effet relatif (*guidance 2016-18 avec 2016 déjà retraité de la cession*) cette opération est clairement positive pour le groupe et facilite le groupe dans sa transformation.

## 6.2. L'amélioration du mix produit, au profit des produits innovants et de la marge

Comme indiqué précédemment, grâce à l'augmentation des dépenses en R&D sur les dernières années, le mix produit du groupe devrait s'améliorer sur les prochaines années, au profit de la marge et de la génération de cash. Les différentes solutions innovantes proposées par le groupe aux constructeurs automobiles, combinée à une grandissante exposition aux constructeurs « premium » (*25% du CA*) devraient avoir un impact conséquent sur le « pricing power » du groupe. Bien que cette amélioration soit difficilement quantifiable et analysable, on observe cependant depuis quelques années maintenant une amélioration de la marge du groupe combinée à une surperformance de la croissance du CA du groupe par rapport au marché automobile mondial. **Cette surperformance commerciale par rapport à l'industrie se fait donc au profit de la marge opérationnelle de Faurecia.**

## 6.3. Une optimisation de sa base de coûts

La structure de coûts du groupe a toujours été plus importante chez Faurecia que chez d'autres équipementiers automobiles, notamment en ce qui concerne **les dépenses de SG&A** et **les coûts de production**. En comparant avec ses concurrents directs, **Plastic Omnium, Magna, Lear** ou encore **Johnson Controls**, il apparaît qu'en moyenne Faurecia dépense **5pp de CA en plus** dans ses dépenses de coûts de production chaque année, au détriment de sa marge opérationnelle.

**Un potentiel d'ajustements sur cette base de coûts ainsi qu'au niveau des charges de SG&A nous paraît donc envisageable à court terme.**

Afin d'atteindre une marge de **6%** d'ici **2018**, Faurecia ambitionne ainsi : **1/**d'optimiser sa consommation de matériaux afin de réduire les dépenses en matières premières et les coûts de production (*potentiel de réduction estimé à €80m*) ; **2/**d'améliorer son processus industriel en intégrant une part plus importante d'automatisation et de digitalisation (*potentiel de réduction estimé également à €80m*) ; **3/**de réduire le temps de développement par module de **30%** au profit des coûts de développement et des dépenses en R&D et **4/**de réduire ses dépenses SG&A d'environ **€100m** d'ici 2018 par rapport à 2015.

L'amélioration de la marge opérationnelle aux Etats-Unis, région qui a longtemps pénalisé la rentabilité du groupe avec une marge moyenne d'environ **2,5%** sur la période 2012-15 (*contre 3,5% en moyenne pour le groupe*), devrait être un levier de croissance de la marge important pour le groupe sur 2016-18. Depuis la nomination d'un nouveau VP en Mars 2015 (*Mark Stidham*) à la tête de l'entité américaine du groupe la rentabilité a augmenté, grâce notamment à une réduction des défauts de qualité. L'arrêt de production non anticipé de la **Chrysler 200** imposé par FCA aura indéniablement un impact négatif sur la marge de la région sur 2016 mais des compensations de la part du groupe italien pourraient intervenir sur les prochaines années sur d'autres commandes.

Le groupe estime que ces plans d'optimisation pourraient avoir un impact cumulé de l'ordre d'environ **€250-300m** sur la base de coûts du groupe par rapport à 2015 (*retraité de la cession de FAE*), soit **1,5%** du CA 2018e du groupe, en ligne avec l'objectif de faire passer la marge de **4,4%** à **6%**. Dans notre modèle nous sommes plus prudents que le groupe que ces plans d'optimisation.

## 6.4. Une optimisation des frais financiers et des impôts

Grâce notamment à la cession de FAE, qui devrait permettre au groupe de récupérer **€665m**, de réduire son levier financier (*dette nette/EBITDA*) et de réduire le niveau brute de la dette, les frais financiers de Faurecia devraient se réduire d'environ **€50m** sur 2017-18 par rapport à 2016.

Le groupe a récemment émis deux obligations (*7 ans*) pour des coupons de **3,125%** et **3,625%** respectivement, contre un taux moyen de la dette de **5,1%** en 2015 et **5,4%** en 2014; et a également remboursé trois obligations dont les coupons dépassaient les **8%** (*pour un total de €740m*).

**Fig. 27: Faurecia – Récent mouvement sur les obligations**

Issue date	Due date	Bond type	Amount	Annual interest	Implied coupon in EURm
<b>Recently redeemed bonds</b>					
	-	-	-	-	-
May 2012	15 June 2019	Bonds	250	<b>8,75%</b>	21,9
November 2011	15 December 2016	Bonds	350	<b>9,38%</b>	32,8
February 2012	15 December 2016	Bonds	140	<b>9,38%</b>	13,1
<b>Recently issued bonds</b>					
	-	-	-	-	-
March 2015	15 June 2022	Bonds	500	<b>3,125%</b>	15,6
April 2016	15 June 2023	Senior notes	700	<b>3,625%</b>	25,4

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe guide ainsi le marché sur une baisse des frais financiers nets à **€100m** contre **>€160m** en 2015 ce qui implique un impact positif de **€0,26** sur le BPA, soit **13%** de l'objectif d'amélioration du BPA (*de €3 en 2015 à €5 en 2018*).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Concernant les impôts, grâce au report de pertes fiscales générées en France et en Amérique du Sud, le groupe devrait bénéficier d'un taux d'impôts en dessous de 30% sur la période 2016-18, contre >32% en 2015 et >33% en 2014.

## 6.5. Des investissements qui devraient rester sous contrôle

Dans la même logique d'optimisation de sa base de coûts, le groupe comme beaucoup d'autres équipementiers automobiles, ambitionne de maintenir ses investissements et dépenses R&D sous contrôle.

Faurecia a pour objectif de maintenir ses dépenses d'investissements et ses dépenses de R&D capitalisées en dessous de 5% entre 2016 et 2018, comme en 2014 et 2015, un ratio en dessous de la moyenne sectorielle et en dessous de la moyenne observée chez Hella, Plastic Omnium et Valeo. Cette différence de politique d'investissements explique d'après nous (*en partie*) la sous-performance commerciale passée du groupe vis-à-vis du marché automobile mondial, comparée aux autres équipementiers.

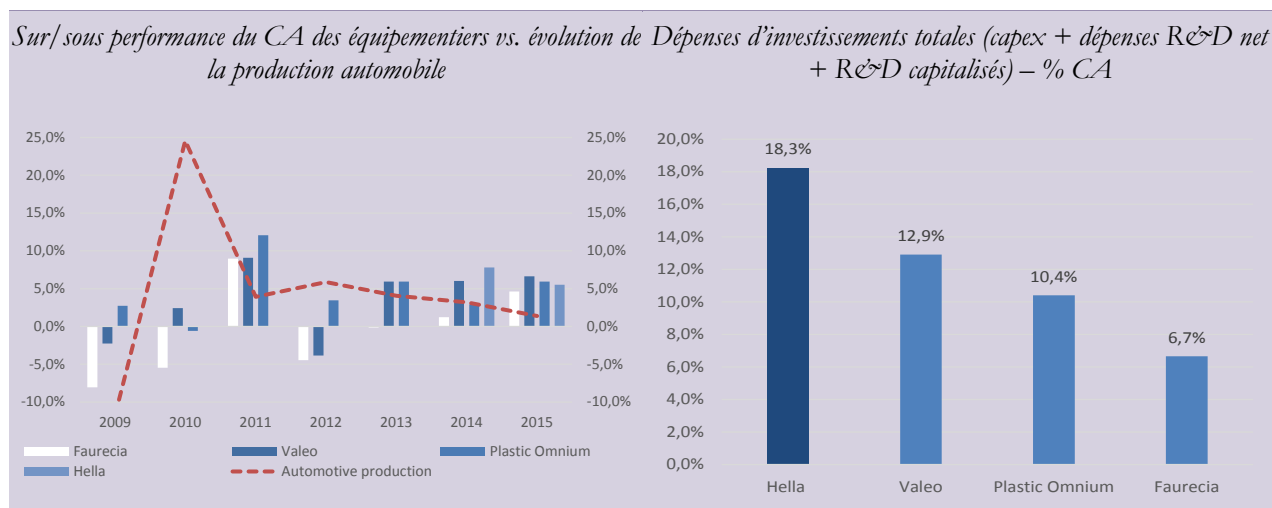
**Fig. 28: Faurecia – Evolution des dépenses d'investissements depuis 2005 (€m)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capex	(434)	(302)	(307)	(329)	(169)	(323)	(451)	(557)	(518)	(519)	(621)
Capitalized R&D	(216)	(208)	(159)	(145)	(104)	(153)	(180)	(267)	(270)	(322)	(311)
Capex on sales	4,0%	2,6%	2,4%	2,7%	1,8%	2,3%	2,8%	3,2%	2,9%	2,8%	3,3%
Capitalized R&D on sales	2,0%	1,8%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,5%	1,5%	1,7%	1,7%
<b>Total investment on sales</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

D'ailleurs, en en comparant le niveau de dépenses totales du groupe pour les investissements et la recherche (*dépenses R&D au niveau du P&L et dépenses R&D capitalisées*) avec les dépenses des autres équipementiers, cet écart est d'autant plus important.

**Fig. 29: Plus de dépenses d'investissements pour plus de surperformance ?**



Source: Company data; Bryan, Garnier & Co ests

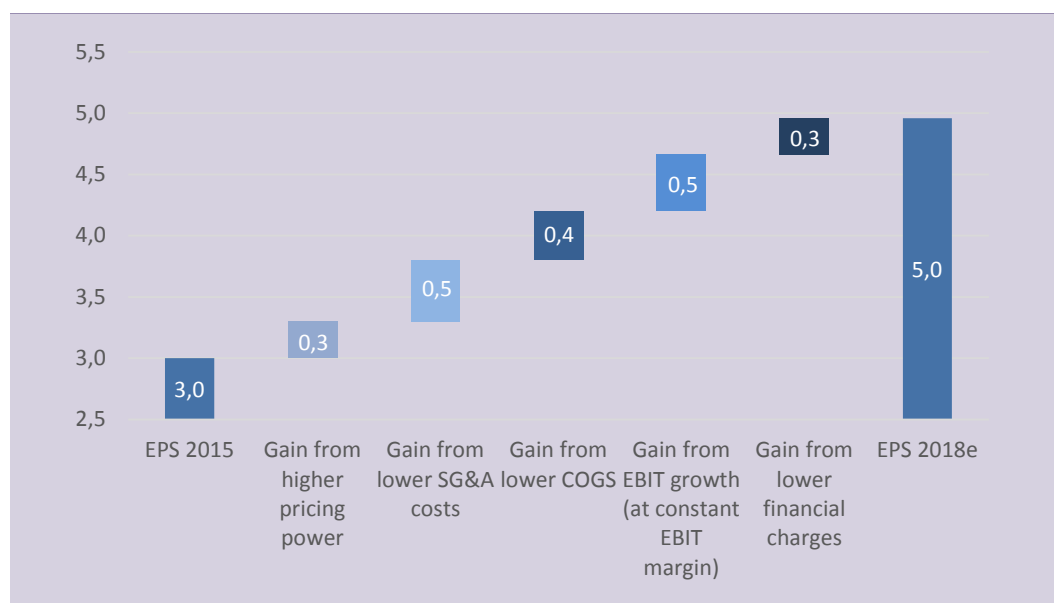
Cette stratégie d'optimisation et de contrôles des investissements ne devrait pas avoir d'impact positif sur la marge ou sur la génération de cash du groupe par rapport à 2015 étant donné que cette optimisation existait déjà avant, **cependant elle nous paraît contradictoire avec les ambitions du groupe de vouloir surperformer la production automobile mondiale de 4pp par an sur les prochaines années.**

Ainsi dans notre modèle Faurecia nous ne prévoyons pas une surperformance organique de **4pp** par rapport à la production automobile mondiale sur la période 2016-18 mais de **3pp** car nous estimons que maintenir le niveau des investissements à 5% du CA devrait limiter la croissance du groupe, même si le carnet de commandes du groupe est à un point haut à €54Md et que les nouvelles commandes ont atteint 21Md en 2015, en hausse de 16% par rapport à 2014.

## 6.6. Vers un BPA à 5€ en 2018 ?

Les différents leviers présentés ci-dessus doivent permettre au groupe d'atteindre son objectif 2018 de générer un BPA en croissance de **67%** entre 2015 et 2016, à **5€/action**.

**Fig. 30: Faurecia – Evolution du BPA entre 2015 et 2018 attendue par le groupe**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Cette croissance des BPA 2015-18, **que nous jugeons comme ambitieuse**, est actuellement la plus élevée parmi la liste des quatre équipementiers initiés dans notre note sectorielle, hormis Plastic Omnium qui bénéficie de l'intégration de FAE.

Cependant, comme le marché, nous estimons pour l'instant que cet objectif ne sera pas totalement atteint. Nos attentes de % croissance de CA sur la période 2016-18 **sont inférieures de 30%** par rapport aux objectifs du groupe (TCAM de 4,2% sur 2016-2018 contre un objectif de 6%). Cette différence est en partie expliquée par nos attentes plus faibles en termes de croissance de la production automobile mondiale, mais également le manque d'accélération dans les investissements, qui devrait pénaliser la croissance organique du groupe d'ici 2018. Nous avons actuellement un BPA à **€4,6/action** pour 2018, contre **€4,2/action attendu par le marché.**



## 7. Nos estimations

Comme pour **Hella**, **Plastic Omnium** et **Valeo**, notre modèle **Faurecia** intègre les estimations de production automobile de **+2,4%** pour 2016, puis de **+1,7%** pour 2017 et de **+1,7%** pour 2018. Nous anticipons ensuite une croissance du marché de l'ordre de **+1,5%** sur la période 2019-2025.

Dans notre modèle Faurecia nous intégrons la cession des activités **Faurecia Extérieures** (*€1,2Md de CA et €50m d'EBIT*) dès le **29 Juillet 2016** (*date de closing*) pour un montant total de **€650m**.

**Fig. 31: Faurecia – Tableau de résultat - €m**

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>13 796</b>	<b>16 190</b>	<b>17 365</b>	<b>18 029</b>	<b>18 829</b>	<b>18 770</b>	<b>19 103</b>	<b>19 897</b>	<b>20 746</b>
Change (%)		17,4%	7,3%	3,8%	4,4%	-0,3%	1,8%	4,2%	4,3%
Adjusted EBITDA	941	1 105	1 009	1 070	1 232	1 442	1 552	1 597	1 781
<b>EBIT</b>	<b>456</b>	<b>651</b>	<b>514</b>	<b>538</b>	<b>673</b>	<b>830</b>	<b>934</b>	<b>1 041</b>	<b>1 154</b>
Change (%)		42,9%	-21,1%	4,8%	25,1%	23,3%	12,6%	11,4%	10,9%
Financial results	(116)	(118)	(196)	(234)	(244)	(207)	(159)	(148)	(136)
Pre-Tax profits	330	522	265	211	344	571	733	856	981
Exceptional	(36)	(58)	(87)	(5)	(81)	(65)	(57)	(50)	(50)
Tax	(98)	(108)	(78)	(65)	(115)	(186)	(201)	(236)	(271)
Profits from associates	27	46	34	14	1	13	14	13	14
Minority interests	(31)	(42)	(42)	(56)	(63)	(74)	(76)	(79)	(81)
<b>Net profit</b>	<b>202</b>	<b>371</b>	<b>142</b>	<b>88</b>	<b>166</b>	<b>372</b>	<b>711</b>	<b>541</b>	<b>629</b>
Restated net profit	202	371	142	88	166	372	511	541	629
Change (%)		84,1%	-61,7%	-38,4%	89,2%	124,4%	37,3%	6,0%	16,3%

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 32: Faurecia – Tableau de flux - €m**

Cash Flow Statement (EURm)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating cash flows</b>	<b>749</b>	<b>726</b>	<b>25</b>	<b>927</b>	<b>1 037</b>	<b>1 154</b>	<b>1 159</b>	<b>1 143</b>	<b>1 305</b>
Change in working capital	31	(184)	(387)	364	263	(932)	62	48	51
<b>Capex, net</b>	<b>(476)</b>	<b>(632)</b>	<b>(824)</b>	<b>(788)</b>	<b>(932)</b>	<b>(932)</b>	<b>(898)</b>	<b>(935)</b>	<b>(975)</b>
Financial investments, net	0	(66)	(71)	(12)	(33)	(31)	0	0	0
Dividends	0	(54)	(66)	(48)	(57)	(77)	(89)	(142)	(152)
Other	22	51	688	(6)	300	(294)	663	(1)	0
Net debt	1 197	1 226	1 807	1 519	1 388	946	110	45	(133)
<b>Free Cash flow</b>	<b>273</b>	<b>94</b>	<b>(799)</b>	<b>140</b>	<b>197</b>	<b>223</b>	<b>261</b>	<b>208</b>	<b>330</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 33: Faurecia – Bilan - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	1 576	1 733	1 972	2 028	2 230	2 247	1 773	2 060	2 312
Intangibles assets	435	464	588	686	851	935	1 024	1 116	1 213
Cash & equivalents	606	630	629	711	1 025	939	1 775	1 840	2 019
current assets	3 052	3 566	3 935	3 987	4 284	4 312	5 053	5 305	5 628
Other assets	812	871	937	919	712	719	(141)	(198)	(368)
<b>Total assets</b>	<b>6 480</b>	<b>7 265</b>	<b>8 062</b>	<b>8 331</b>	<b>9 100</b>	<b>9 153</b>	<b>9 484</b>	<b>10 123</b>	<b>10 803</b>
L & ST Debt	1 803	1 856	2 436	2 230	2 412	1 885	1 885	1 885	1 885
Others liabilities	3 780	4 142	4 150	4 459	4 812	4 896	4 857	5 090	5 286
Shareholders' funds	811	1 154	1 306	1 502	1 717	2 398	2 785	3 151	3 596
<b>Total Liabilities</b>	<b>6 480</b>	<b>7 265</b>	<b>8 024</b>	<b>8 331</b>	<b>9 100</b>	<b>9 390</b>	<b>9 777</b>	<b>10 416</b>	<b>11 096</b>
<b>Capital employed</b>	<b>3 369</b>	<b>3 794</b>	<b>4 584</b>	<b>4 405</b>	<b>4 543</b>	<b>4 548</b>	<b>4 117</b>	<b>4 486</b>	<b>4 825</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 34: Faurecia – Ratios - %**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating margin</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,6%</b>
Tax rate	29,6%	20,7%	29,4%	30,6%	33,5%	32,5%	28,0%	28,0%	28,0%
Net margin	1,5%	2,3%	0,8%	0,5%	0,9%	2,0%	2,7%	2,7%	3,0%
ROE (after tax)	22,5%	29,3%	9,9%	5,3%	8,8%	14,2%	23,4%	15,7%	16,0%
<b>ROCE (after tax)</b>	<b>10,3%</b>	<b>14,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,5%</b>
Gearing	133%	97%	126%	92%	74%	36%	4%	1%	-3%
Pay-out ratio	13,4%	10,4%	0,0%	42,0%	26,2%	24,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Number of shares, diluted	113	126	120	132	133	146	137	138	138

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 35: Faurecia - Données par action - €**

Data per Share (EUR)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>EPS</b>	<b>1,82</b>	<b>3,00</b>	<b>1,24</b>	<b>0,73</b>	<b>1,31</b>	<b>2,60</b>	<b>5,18</b>	<b>3,94</b>	<b>4,59</b>
Restated EPS	1,82	3,00	1,24	0,73	1,31	2,60	3,70	3,92	4,56
% change		65,0%	-58,8%	-40,6%	78,8%	98,1%	42,2%	6,0%	16,3%
EPS bef. GDW	1,82	3,00	1,24	0,73	1,31	2,60	5,18	3,92	4,56
BVPS	7,20	9,17	10,87	11,39	12,89	16,37	20,29	22,82	26,04
Operating cash flows	6,7	5,8	0,2	7,0	7,8	7,9	8,4	8,3	9,5
FCF	2,4	0,7	-6,7	1,1	1,5	1,5	1,9	1,5	2,4
<b>Net dividend</b>	<b>0,25</b>	<b>0,35</b>	<b>0,00</b>	<b>0,30</b>	<b>0,35</b>	<b>0,65</b>	<b>1,04</b>	<b>1,10</b>	<b>1,28</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 36: Faurecia - Valorisation - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Market capitalization</b>	<b>1 716</b>	<b>2 526</b>	<b>1 675</b>	<b>2 225</b>	<b>3 546</b>	<b>5 046</b>	<b>4 980</b>	<b>4 980</b>	<b>4 980</b>
Net debt	1 197	1 226	1 807	1 519	1 388	946	110	45	(134)
Pensions	157	162	172	150	200	188	178	169	161
Minorities	261	286	496	1 417	1 352	1 006	749	727	644
Financial assets	0	162	171	171	199	233	233	233	233
<b>EV</b>	<b>3 332</b>	<b>4 037</b>	<b>3 979</b>	<b>5 140</b>	<b>6 287</b>	<b>6 952</b>	<b>5 784</b>	<b>5 689</b>	<b>5 418</b>
EV/Sales	24%	25%	23%	29%	33%	37%	30%	29%	26%
EV/EBITDA	3,5x	3,7x	3,9x	4,8x	5,1x	4,8x	3,7x	3,6x	3,0x
<b>EV/EBIT</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,8x</b>	<b>9,3x</b>	<b>11,9x</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,7x</b>	<b>4,9x</b>
P/E	8,7x	7,6x	29,3x	49,4x	27,6x	13,9x	9,8x	9,2x	7,9x
<b>Dividend Yield (%)</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

## 8. Valorisation

Comme pour **Hella**, **Plastic Omnium** et **Valeo**, nous valorisons **Faurecia** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples historiques**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (*trois FV venant de la valorisation par multiple et une FV venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacun des méthodes*) implique une **FV de €47** par action pour Faurecia, ce qui implique **>29%** de potentiel par rapport au dernier cours.

Comme pour les autres équipementiers automobiles, nous avons décidé de **surpondérer le poids de la valorisation par multiple (75% de la FV) au détriment de la valorisation par DCF (25%)** afin de refléter la cyclicité du segment et de l'industrie et la forte volatilité sur le secteur.

**Bien que nous jugeons les objectifs 2018 du groupe ambitieux, et que nos estimations sont au niveau du BPA 2018e 9% inférieures à la guidance, notre méthode de valorisation >25% d'upside sur le dernier cours. La transformation du groupe est en marche.**

Nous initions donc la couverture sur Faurecia à l'Achat.

**Fig. 37: Une valorisation attractive par rapport aux comparables...**

Valuation	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
EV/EBIT 2015	9,1x	11,4x	11,6x	12,0x	11,1x
EV/EBIT 2016e	6,6x	9,2x	10,8x	11,7x	9,6x
EV/EBIT 2017e	5,7x	8,3x	8,0x	10,0x	8,0x
EV/EBIT 2018e	4,9x	7,1x	6,8x	8,9x	6,9x
Average 16-18	5,7x	8,2x	8,5x	10,2x	8,2x
<b>Premium/Discount</b>	<b>-29,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>25,0%</b>	<b>-</b>
P/E 2015	13,9x	15,2x	17,0x	14,2x	15,1x
P/E 2016e	9,8x	11,5x	13,5x	13,7x	12,1x
P/E 2017e	9,2x	10,6x	10,9x	11,8x	10,6x
P/E 2018e	7,9x	9,3x	9,6x	10,7x	9,4x
Average 16-18	9,0x	10,5x	11,4x	12,1x	10,7x
<b>Premium/Discount</b>	<b>-16,2%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-</b>
PEG 2015	0,1x	-2,4x	1,1x	0,5x	-0,2x
PEG 2016e	0,2x	0,4x	0,5x	0,8x	0,5x
PEG 2017e	1,4x	1,3x	0,5x	0,7x	1,0x
PEG 2018e	0,5x	0,7x	0,7x	1,1x	0,8x
Average 17-18	0,7x	0,8x	0,6x	0,9x	0,7x
<b>Premium/Discount</b>	<b>-4,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-22,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>-</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le titre Faurecia traite actuellement avec une décote de **30%** sur les multiples EV/EBIT par rapport aux concurrents, et avec une décote de **16%** sur les multiples P/E alors que l'écart en ce qui concerne la croissance des BPA sur la période 2016-18 n'est que de **1-2pp** avec Hella et Valeo (*Plastic Omnium bénéficie d'un effet de périmètre positif sur les BPA*).

**Fig. 38: ...Malgré une croissance des BPA proche des concurrents**

	Faurecia	Hella	Plastic Omnium	Valeo	Average suppliers
EBIT growth 2015	30,3%	-2,0%	12,8%	16,7%	14,4%
EBIT growth 2016e	14,7%	21,9%	21,4%	24,8%	20,7%
EBIT growth 2017e	13,0%	7,4%	22,8%	14,7%	14,5%
EBIT growth 2018e	11,4%	12,2%	12,4%	8,5%	11,2%
<b>Average 16-18</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>18,9%</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,4%</b>
EPS growth 2015	98,1%	-6,4%	15,8%	29,0%	34,1%
EPS growth 2016e	42,2%	32,5%	25,7%	16,4%	29,2%
EPS growth 2017e	6,6%	8,4%	23,8%	16,8%	13,9%
EPS growth 2018e	16,3%	13,1%	13,2%	9,6%	13,1%
<b>Average 16-18</b>	<b>21,7%</b>	<b>18,0%</b>	<b>20,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>18,7%</b>
<b>CAGR 16-18</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,7%</b>	<b>18,4%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,4%</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 39: Faurecia – FV @ €47**

Faurecia - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) - 25%	35%	€40,9
EV/EBITDA (2016-25) - 25%	7,0x	€47,6
P/E (2016-25) - 25%	13,0x	€50,1
DCF model (2016-25) - 25%		€48,7
o/w WACC	9,1%	
o/w LTG	2,0%	
o/w Average EBIT margin	5,3%	
o/w LT EBIT margin	5,0%	
<b>Implied FV</b>		<b>€47,0</b>
Current price		€36,3
Upside		29,7%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 8.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Faurecia**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2016-2025 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€40,9**, **€47,6** et **€50** de FV. Nous valorisons Faurecia avec un multiple de **35% du CA**, à **7x l'EBITDA** et à **13x le P/E** légèrement en dessous des comparables européens du fait notamment de la différence de surperformance par rapport au marché mais également du fait de la plus faible marge générée par le groupe.

## 8.2. Valorisation par DCF

Nous valorisons également **Faurecia** à travers un modèle DCF, basé sur les estimations suivantes:

- un **WACC à 9,1%**
- Un **taux de croissance à l'infini de 2%**, impliquant une légère surperformance de **Plastic Omnium** par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une **marge d'EBIT** (*avec restructurations et sans les JVs*) moyenne de **5,3%** et une marge à l'infini de **5,0%**.

**Fig. 40: Faurecia – Estimations DCF - €m**

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Revenues - Core business</b>	<b>19 103</b>	<b>19 897</b>	<b>20 750</b>	<b>21 662</b>	<b>22 638</b>	<b>23 390</b>	<b>24 190</b>	<b>25 041</b>	<b>25 948</b>	<b>26 916</b>
Revenue Growth Rate	0,0%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%
Operating Margin	4,6%	5,0%	5,3%	5,7%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%
<b>EBIT (excluding JVs &amp; Associates, with restr. Charges)</b>	<b>877</b>	<b>991</b>	<b>1 104</b>	<b>1 225</b>	<b>1 353</b>	<b>1 450</b>	<b>1 553</b>	<b>1 663</b>	<b>1 781</b>	<b>1 907</b>
Adjustment for provisions	(7)	(1)	0	1	2	0	1	2	3	4
(-) Taxes on EBIT	(246)	(277)	(309)	(343)	(379)	(406)	(435)	(466)	(499)	(534)
(+/-) Movements in working capital	62	48	51	54	58	45	48	51	54	58
(+) Depreciation and amortization	618	556	627	695	747	811	858	903	947	990
(-) Capital Expenditures	(573)	(597)	(622)	(650)	(679)	(702)	(726)	(751)	(778)	(807)
(-) Intangibles	(325)	(338)	(353)	(368)	(385)	(398)	(411)	(426)	(441)	(458)
Free Cash Flow	407	381	498	614	718	801	888	976	1 066	1 159
<b>Present Value of Free Cash Flow</b>	<b>395</b>	<b>339</b>	<b>406</b>	<b>459</b>	<b>492</b>	<b>503</b>	<b>511</b>	<b>515</b>	<b>516</b>	<b>514</b>

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 41: Faurecia – DCF @ €49**

PV of Free Cash Flows	4 651
PV of Terminal Value	3 948
<b>EV implied - EURm</b>	<b>8 600</b>
- Net financial debt (N-1) - EURm	946
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	188
- Minority Interest value - EURm	1 006
+ Financial assets - EURm (N-1)	233
<b>Value of Equity</b>	<b>6 694</b>
<b>Value of Equity per share</b>	<b>48,8</b>
Price	36,3
Upside/Downside	34,5%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Faurecia avec une FV à €47.

## 9. Faurecia – SWOT

**Fig. 42: Faurecia – analyse SWOT**

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Des compétences cœur dans <b>l'allègement du véhicule</b>, tendance long-terme de croissance dans l'automobile</li> <li>• Un portefeuille produits qui s'élargit aux véhicules hybrides et hybrides rechargeables</li> <li>• Une exposition géographique diversifiée dans l'automobile avec <b>l'Asie (15% du CA)</b> et <b>les Etats-Unis (28% du CA)</b></li> <li>• Une exposition grandissante aux <b>constructeurs allemands (&gt;33%)</b></li> <li>• Un recentrage autour des activités les plus rentables à la cession des activités FAE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faible présence du groupe sur le segment de la voiture connectée et autonome</li> <li>• Offre produits encore limitée sur le segment des composites</li> <li>• Faible marge opérationnelle par rapport aux autres équipementiers automobiles</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Cession de sa division FAE</b> au profit de la croissance externe, le groupe ayant reçu <b>€650m</b>, lui permettant de réduire son ratio <b>dette nette/EBITDA à 0x</b></li> <li>• Le développement commercial du système de dépollution <b>ASDS</b> auprès des constructeurs de voitures particulières.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement <b>100%</b> du CA de Faurecia.</li> <li>• Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales</li> <li>• Essor du système de <b>dépollution SCR solide (DINOx solid)</b> chez Plastic Omnium, en même temps que le système ASDS de Faurecia</li> </ul>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.



## 10. Faurecia en bref

### 10.1. Un peu d'histoire

Figurant désormais parmi les quelques équipementiers automobiles français cotés en bourse (*Faurecia, Plastic Omnium, MGI Coutier, Plastivaloire, Valeo*), le groupe **Faurecia** est né en **1997** de la fusion d'**ECIA** (*Equipements et Composants pour l'Industrie Automobile*) à l'époque filiale du constructeur français **PSA Peugeot Citroën** et du producteur de sièges automobiles **Bertrand Faure**. Le groupe s'est depuis fortement appuyé sur la croissance externe pour se développer, notamment grâce au rachat de l'équipementier automobile *Sommer-Allibert* en 2001, trois ans après la création du groupe. La tendance s'est accélérée dans les années 2010 avec l'acquisition de *Plastal Allemagne* et *Plastal Espagne*, spécialisés dans les éléments de carrosserie en plastique, l'achat des activités automobiles de *Sora Composites* en 2012, alors positionné sur les plastiques composites, et enfin *Plastal France* durant la même année. Bien qu'historiquement premier actionnaire du groupe **Faurecia** avec plus de **50%** du capital détenu, le constructeur *PSA Group* est passé sous la barre des **50%** en 2015, dilué par des opérations de convertibles, faisant resurgir la question d'un retrait total du constructeur comme cela a été le cas par le passé avec la plupart des constructeurs automobiles avec leurs anciennes filiales.

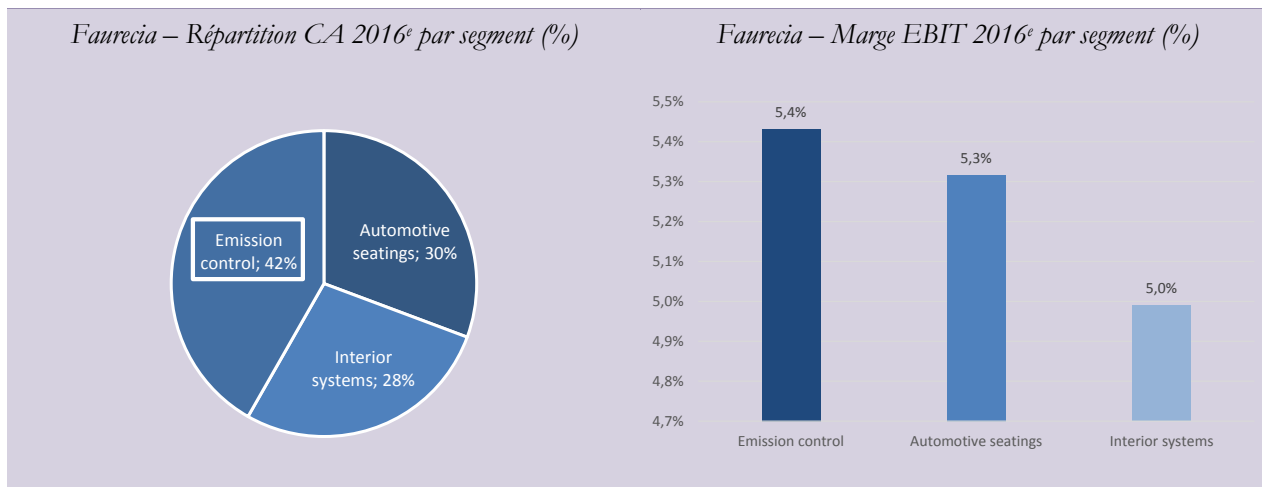
Avec un chiffre d'affaires de **€18,7Md** fin 2015 (*pré cession FAE*) entièrement réalisé sur le marché de la première monte et donc tourné vers les constructeurs automobiles, Faurecia s'impose aujourd'hui comme le premier équipementier en France. Plus globalement, avant la cession de FAE, le groupe figurait à la **7<sup>e</sup> place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles, devant **Valeo** (*11<sup>e</sup> place*) ainsi que **Plastic Omnium** (*40<sup>e</sup> place*). Faurecia s'engage dans une réorganisation de son portefeuille d'activités suite à la signature d'un accord définitif de cession de la partie « modules extérieurs » (*CA de €2Md et EBIT de €49m vendu pour une EV de €665m*) à Plastic Omnium. Une opération concrétisant la volonté du groupe de rééquilibrer son exposition géographique et son portefeuille clients.

### 10.2. Un recentrage autour de trois métiers

Historiquement positionné sur quatre métiers, l'avenir du groupe se focalisera désormais sur trois activités phares sur le marché automobile : **1/ les sièges**, regroupant toutes les étapes d'assemblage d'un siège ; **2/ les contrôles d'émissions**, qui consistent à développer et produire des systèmes d'échappement ; **3/ les systèmes d'intérieur**, réunissant les modules de cockpits (*tableaux de bord et consoles centrales*) et décorations. Ces trois métiers constituent des piliers assez équilibrés dans le portefeuille de Faurecia, l'activité de contrôle d'émission se démarque toutefois à travers sa contribution au chiffre d'affaires et d'une manière plus marquée à la marge opérationnelle (*42% de la marge opérationnelle du groupe pré retraitement IFRS5*). A noter que chaque métier bénéficie également d'activités de vente d'outillage, de recherche et développement ainsi que de prototypes dans son chiffre d'affaires et qui sont destinés aux constructeurs automobiles.

L'activité de **modules extérieurs** est actuellement en cours de cession, comprenant les pare-chocs et modules de face avant, au profit de l'équipementier français **Plastic Omnium**. Il s'agit du métier le moins contributeur au chiffre d'affaires du groupe et dégageant la marge opérationnelle la plus faible (*9,8% du CA, 2,4% de marge d'EBIT pré retraitement IFRS5*).

**Fig. 43: Un groupe centré désormais sur trois métiers**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co est

### 10.2.1. Le pôle « Sièges d'intérieur » – 33% du CA – 35% EBIT

Le pôle « **Sièges automobiles** » chez Faurecia conçoit et réalise des **sièges d'intérieurs complets** ainsi que tous les composants les constituant comme **les armatures, les mécanismes, les mousses, les revêtements du siège, et les systèmes électroniques**. Faurecia est le numéro trois sur le marché des sièges automobiles au niveau mondial avec un **CA de €6,2Md** et numéro un concernant plus précisément les armatures et mécanismes de sièges.

Axé sur les sièges automobiles, ce pôle peut donc soit fabriquer et livrer un siège dit complet ou plus simplement fournir la plupart des composants le constituant. Le groupe est mieux positionné sur la fabrication de composants et mécanismes en individuel avec une part de marché de **17%** comparé à une part de marché de **12%** pour les ventes de sièges complets. La conception de ces pièces s'articule autour de trois sujets majeurs, à savoir la légèreté dans un souci de poids global du véhicule et de réduction de consommation de carburant, le confort sans cesse amélioré via l'électronique, la pneumatique et le rembourrage et enfin le développement du caractère modulable des sièges rendu possible grâce aux mécanismes et aux nouvelles structures.

Le développement de ce pôle dédié aux sièges devrait s'axer sur deux thématiques : **1/ la « premiumisation »** et ; **2/ la Chine**, des moteurs de croissance assez puissants pour espérer une croissance organique CAGR de l'ordre de **6%** pour Faurecia sur ce segment. Comptant déjà parmi ses clients les grandes marques de berlines allemandes, l'activité devrait bénéficier de l'obtention de contrats avec d'autres marques spécialisées dans les voitures haut de gamme. Un repositionnement stratégique susceptible d'amener les marques premium à représenter plus de **20%** du chiffre d'affaires total du groupe à terme.

Avec un près d'un tiers des mises en production en 2015, la Chine constitue assurément l'une des zones de prédilection du groupe dans le développement de son activité. Néanmoins, l'ensemble de ces contrats obtenus ne concernent que des structures de sièges, signe que les constructeurs locaux chinois et joint-ventures préfèrent encore se fournir auprès d'autres équipementiers en ce qui concerne les autres composants des sièges comme les revêtements ou encore les systèmes électroniques. A noter que l'Europe a également concentré un tiers des mises en production de l'année.

### 10.2.2. Le pôle « Contrôle d'émissions » – 40% du CA – 42% EBIT

Le pôle « **Contrôle d'émissions** » chez Faurecia constitue à la fois le plus gros segment tant en termes de chiffre d'affaires que de marge opérationnelle dégagée (*€7,4Md de CA pour €360m d'EBIT*). Cette activité est centrée sur le développement et la production de composants et systèmes d'échappement. Faurecia est le numéro un mondial (*27% de parts de marché*) sur le marché des véhicules PC et LCV. A noter que près de la moitié de ces ventes concerne les **monolithes**, composants achetés pour les pots catalytiques par l'équipementier à un fournisseur désigné par le constructeur au préalable et dont le coût d'approvisionnement est refacturé directement au constructeur sans marge.

Dans un environnement de plus en plus exigeant sur le contrôle et la réduction des émissions polluantes, la gamme de produits n'a cessé de se renouveler suivant le rythme des réglementations et comprend désormais **l'ensemble des composants liés au pot d'échappement** (*silencieux, collecteurs, catalyseurs, systèmes de dépollution et lignes d'échappement*). Le groupe se concentre sur trois axes d'innovation : **1/** l'allègement dans une optique de réduction du poids du véhicules in fine, avec des vannes dont le poids est réduit de moitié; **2/** le contrôle des émissions polluantes afin de répondre au renforcement règlementaire croissance via des dispositifs placés au plus près du moteur pour réduire les émissions d'oxydes d'azote et ; **3/** la récupération d'énergie, véritable préoccupation de l'industrie automobile. Faurecia travaille déjà sur des moteurs à combustion interne dotés de technologies capables de récupérer une partie de l'énergie thermique créée par le moteur et perdue dans le pot d'échappement sous forme de chaleur et le groupe estime que la commercialisation de masse de telles motorisations est à attendre pour 2020.

Ce pôle est avant tout porté par les multiples renforcements règlementaires mis en place à travers le monde, touchant tant les pays développés que les émergents. D'un côté, les voitures particulières neuves devront répondre à des émissions de CO<sub>2</sub> drastiquement plus faibles d'ici les prochaines années avec une réduction minimum prévue de **6L/100km en 2015 à 3,3L/100km en 2025**. L'effort du côté des émissions de NO<sub>x</sub> en conditions de conduite réelles pour les moteurs diesel sera de même ampleur (-70%) dès l'instauration de la réglementation **RDE** (*European Real Driving Emissions Regulation*) **dès 2017**. Les véhicules agricoles, de chantiers ou de mine et dotés de moteurs puissants seront également plus encadrés dans leurs émissions, ce qui était encore peu pratiqué jusqu'à maintenant. De l'autre côté, dans la même logique de réduction de ces émissions, les moteurs à combustion interne et hybrides sont amenés à se développer. **Un ensemble de tendances générant ainsi €16Md d'activité supplémentaires pour les équipementiers d'ici 2025.**

Fort de ces nouveaux facteurs de croissance, le marché des contrôles des émissions devrait atteindre **€66Md** en 2025 au rythme **CAGR de 5%**. Faurecia dispose déjà de technologies capables de limiter les émissions de CO<sub>2</sub> et de se conformer aux normes **Euro6.c de 2017 et Euro6.d de 2020** et est engagé dans le développement de technologies sur des moteurs à combustion interne. Des compétences répondant aux nouvelles réglementations et aux marchés qu'elles ouvriront. Autant d'atouts qui encouragent le groupe à ambitionner des parts de marché à **30% à terme**, notamment via le renforcement de **Hyundai Kia** dans son portefeuille clients avec lequel les ventes devraient doubler.

### 10.2.3. Le pôle « Systèmes d'intérieur » – 27% du CA – 23% EBIT

Le pôle « **Systèmes d'intérieurs** » regroupe la conception et la fabrication de l'ensemble des systèmes et décoration composant la partie « cockpit » du véhicule. Faurecia s'est imposé comme le **numéro deux** mondial derrière **YF-JCI** sur ce segment avec un chiffre d'affaires de **€5Md**.

L'offre de Faurecia s'articule autour de la **partie avant de l'intérieur du véhicule** : *planches de bord, consoles centrales, panneaux et modules de portes, modules acoustiques et pièces de décoration*. Ce véritable espace de vie est de plus en plus soumis à des demandes de confort et de style accrus. En ligne avec cette tendance, le groupe fait partie des fournisseurs les plus haut de gamme dans ce segment, lui permettant de nouer des contrats avec les marques allemandes notamment (*BMW, Porsche, Audi*). La conception de véhicules connectés et autonomes vont également amener les équipementiers à revoir l'ensemble de leurs modules à horizon moyen-terme **avec une composante électronique nettement plus significative**. Dans un segment actuellement en pleine consolidation à travers le monde, Faurecia détient une part de marché de **14%**.

La stratégie de développement de ce pôle se présente sous deux aspects : **1/** la diversification du portefeuille de produits via le renforcement du groupe sur les écrans d'interface, les consoles centrales, conducteur, passager et portières, où l'offre est pour l'instant limitée (*activités à savoir-faire électronique le plus élevé*), au contraire du design et architecture où une forte expertise est développée ; **2/** la Chine. La pénétration du marché chinois est également au centre de l'attention du groupe alors que ce dernier a multiplié les partenariats avec des constructeurs et équipementiers locaux sur place. En 2013, une joint-venture a été créée avec **Chang'An** afin de travailler sur les planches de bord, panneaux de porte et modules acoustiques, un segment ensuite complété avec la création d'une autre joint-venture avec le chinois **Dongfeng** en mars 2015. Nous estimons que ces deux joint-ventures devraient générer **€2,5bn de chiffre d'affaires consolidé en 2020**. A noter enfin le dernier partenariat signé en date, avec le chinois **Beijing Automotive Parts** fin 2015, qui porte sur la fabrication d'éléments de décoration en aluminium.

Le marché des systèmes d'intérieurs automobiles devrait ainsi croître de **6,8% CAGR entre 2015 et 2025 pour atteindre €27bn**. Divisé en quatre sous-segments, les consoles centrales resteront la partie la plus large avec **€9bn**, suivie par les systèmes liés aux portes et au conducteur avec **€7bn** chacun et les systèmes et décoration s'adressant au passager avant pour **€4bn**. Faurecia vise globalement une part de marché comprise **proche des 20% sur ce marché**.

INDEPENDENT RESEARCH

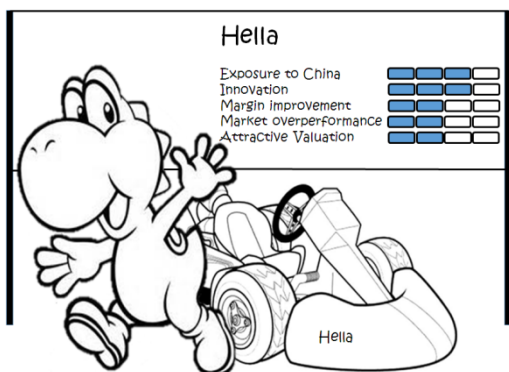
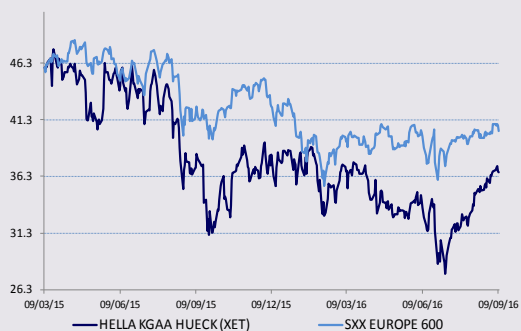
14 septembre 2016

Industrie Automobile

Bloomberg	HLE GR
Reuters	HLE.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	39,3 / 27,7
Capitalisation Boursière (MEUR)	4 074
Valeur d'Entreprise	4 099
Volume moyen 6 mois (000 actions)	127,5
Flottant	2,3%
TMVA BPA (3 ans)	17,5%
Gearing (05/16)	29%
Rendement (05/17e)	2,62%

Fin Mai	05/16	05/17e	05/18e	05/19e
C. d'affaires (MEUR)	6 352	6 611	6 940	7 288
EBIT (MEUR)	366,51	446,66	479,59	538,33
BPA Publié (EUR)	2,42	3,20	3,47	3,93
BPA dilué (EUR)	2,42	3,20	3,47	3,93
EV/CA	0,66x	0,62x	0,57x	0,53x
EV/EBITDA	5,1x	4,7x	4,2x	3,7x
EV/EBIT	11,4x	9,2x	8,3x	7,1x
P/E	15,2x	11,5x	10,6x	9,3x
ROCE	8,5	9,6	9,8	10,4

Cours et données arrêtés le 9 septembre



# Hella

## Sous les projecteurs

Fair Value 45EUR (cours 36,67EUR)

**ACHAT**  
Initiation de couverture


Nous initions la couverture de Hella à l'Achat avec une FV à €45. Le positionnement innovant du groupe sur le segment des éclairages et des composants électroniques devrait lui permettre de surperformer la production automobile sur les prochaines années, tout en garantissant une amélioration de la marge et du ROCE au profit des actionnaires.

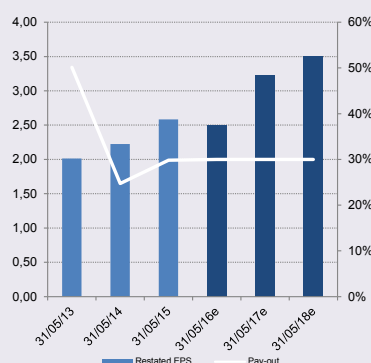
■ **Hella, un groupe familial désormais à échelle mondiale...**: Créé en 1899 pour adresser le marché des lampes/luminaires pour vélos/calèches et voitures, le groupe s'est rapidement spécialisé sur le segment automobile, et sur le marché allemand, plus précisément. Rachetée en 1923 par la famille industrielle Lüdenschneider Hueck (qui détient 72,3%) le groupe a ensuite étendu sa présence à l'international dès les années 60 lui permettant de générer aujourd'hui 54% de son CA en dehors d'Europe (sur le segment Automobile 1<sup>ère</sup> montée).

■ **...Et présent sur des marchés de croissance**: Son expertise sur le marché des LED (leader européen avec 35% de PDM) et OLED dans le secteur de l'éclairage automobile combiné à sa présence sur le marché des composants électroniques (15% de PDM au niveau mondial sur les segments d'Hella), devrait permettre à Hella de surfer sur le fort besoin en solutions permettant de réduire les émissions de CO<sub>2</sub> du véhicule tout en bénéficiant du développement du véhicule autonome.

■ **Lui permettant de surperformer le marché sur les prochaines années**: Après avoir surperformé la production automobile sur les sept dernières années (+13% de TCAM sur les ventes contre un TCAM de 7% pour la production) cette performance devrait perdurer sur les cinq prochaines années (+5% vs. +1,7%). Grâce aux produits innovants et à un contrôle de la base de coûts de distribution et de R&D nous estimons qu'Hella devrait pouvoir améliorer sa marge opérationnelle de 90pb à 8,4% et son ROCE de 200pb à 10,4% d'ici 2020.

■ **Un bon point d'entrée; nous initions la couverture à l'achat**: Hella traite aujourd'hui avec une décote de 16% par rapport à ses multiples historiques et de 10% par rapport à ses concurrents, offrant un bon point d'entrée pour jouer les thématiques longs termes de croissance du secteur. Nous initions Hella à l'achat, avec une FV à €45 (+22%).

	<b>Analyst:</b>	<b>Research Assistant</b>
	Xavier Caroen	Clément Genelot
	33(0) 1.56.68.75.18	
	xcaroen@bryangarnier.com	



### Activités

Le groupe Hella est un équipementier automobile allemand présent sur les marchés de l'éclairage (LED, OLED) et des composants électroniques, deux marchés jugés comme porteurs dans l'industrie automobile, et créateurs de valeur.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
Revenues	5 343	5 835	6 352	6 611	6 940	7 288
Change (%)	6,9%	9,2%	8,9%	4,1%	5,0%	5,0%
Adjusted EBITDA	656	766	816	875	944	1 037
EBIT	306	374	367	447	480	538
Change (%)	3,8%	22,1%	-2,0%	21,9%	7,4%	12,2%
Financial results	-35,6	-35,7	-39,2	-37,2	-33,0	-26,8
Pre-Tax profits	308	394	380	409	447	512
Exceptionals	-24,1	16,3	13,9	-10,0	-10,0	-10,0
Tax	-79,2	-98,2	-108	-106	-116	-133
Profits from associates	37,8	55,3	53,0	56,1	58,6	61,1
Minority interests	-6,7	-8,5	-3,4	-3,4	-3,5	-3,6
Net profit	223	287	269	356	386	436
Restated net profit	223	287	269	356	386	436
Change (%)	10,5%	29,0%	-6,4%	32,5%	8,4%	13,1%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	535	560	602	722	800	876
Change in working capital	-71,3	-97,4	-27,6	-58,5	-46,7	-54,9
Capex, net	-516	-498	-561	-589	-618	-649
Financial investments, net	-0,13	-0,41	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	-55,3	-59,1	-86,6	-85,6	-107	-116
Other	218	-37,0	27,3	1,7	1,7	1,8
Net debt	425	131	238	189	113	0,07
Free Cash flow	18,9	62,0	41,6	132	181	227
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	1 430	1 612	1 698	1 800	1 900	1 996
Intangibles assets	127	393	447	499	549	598
Cash & equivalents	637	603	585	634	710	823
current assets	2 412	2 636	2 635	2 768	2 924	3 127
Other assets	-148	-327	-370	-406	-472	-573
Total assets	4 459	4 917	4 995	5 294	5 611	5 971
L & ST Debt	1 418	1 139	1 152	1 152	1 152	1 152
Others liabilities	1 699	1 868	1 865	1 892	1 928	1 966
Shareholders' funds	1 312	1 880	1 973	2 243	2 522	2 842
Total Liabilities	4 459	4 917	4 995	5 294	5 611	5 971
Capital employed	2 759	3 121	3 622	3 653	3 873	4 074
<b>Ratios</b>						
Operating margin	5,73	6,41	5,77	6,76	6,91	7,39
Tax rate	25,67	24,94	26,00	26,00	26,00	26,00
Net margin	4,17	4,92	4,23	5,38	5,56	5,98
ROE (after tax)	16,96	15,26	13,61	15,86	15,29	15,34
ROCE (after tax)	8,19	8,90	8,50	9,61	9,78	10,36
Gearing	58,15	28,09	28,63	23,01	17,45	11,52
Pay out ratio	24,71	29,81	31,86	30,00	30,00	30,00
Number of shares, diluted	100	111	111	111	111	111
<b>Data per Share (EUR)</b>						
EPS	2,23	2,58	2,42	3,20	3,47	3,93
Restated EPS	2,23	2,58	2,42	3,20	3,47	3,93
% change	10,5%	16,1%	-6,4%	32,5%	8,4%	13,1%
EPS bef. GDW	2,23	2,58	2,42	3,20	3,47	3,93
BVPS	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Operating cash flows	5,35	5,04	5,42	6,49	7,20	7,89
FCF	0,19	0,56	0,37	1,19	1,63	2,04
Net dividend	0,55	0,77	0,77	0,96	1,04	1,18

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	104
2. Hella en six graphes.....	105
3. Sous les projecteurs .....	106
4. Un positionnement produit idéal pour surperformer le secteur. ....	107
4.1. Que la lumière soit! Et la lumière fut!.....	107
4.1.1. La LED, la technologie de demain.....	108
4.1.2. De nouvelles applications pour l'avenir.....	109
4.1.3. Le portefeuille de Hella construit autour de la LED .....	110
4.1.4. ... en réponse à une demande en forte croissance .....	112
4.2. Une refonte de l'architecture électrique favorable à l'activité composants électroniques	114
4.2.1. Une pression réglementaire sur les constructeurs .....	114
4.2.2. ... favorable aux équipementiers .....	114
4.2.3. Le positionnement d'un challenger sur des segments ultra-technologiques: Hella115	
5. Le remplacement, un métier défensif mais moins rentable, enfin pour Hella.....	117
5.1. Plus proche des clients finaux... ..	117
5.2. ... au détriment des marges.....	117
6. Les applications spéciales: la diversification à bas coût .....	119
7. De la croissance au profit de la rentabilité et du ROCE .....	121
7.1. Vers plus de marge.....	121
7.2. Et vers un meilleur ROCE .....	123
8. Nos estimations .....	125
9. Valorisation.....	127
9.1. Valorisation par les multiples .....	128
9.2. Valorisation par DCF .....	129
10. Hella – SWOT.....	130
11. Hella en bref .....	131
11.1. Un peu d'histoire .....	131
11.2. Un portefeuille centré sur l'industrie automobile .....	131
11.2.1. Le pôle « Automobile de 1 <sup>ère</sup> monte » – 76% du CA – 72% EBIT.....	132
11.2.2. Le pôle «Automobile de 2 <sup>nd</sup> e monte» – 19% du CA – 20% EBIT .....	133
11.2.3. Le pôle «Applications spécifiques» – 5% du CA – 8% EBIT .....	134

# 1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile allemand **Hella** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Créée en 1899 mais coté en bourse seulement depuis 2014, Hella devrait bénéficier sur les prochaines d'années de **l'accroissement du marché des phares**, grâce notamment à sa présence sur le marché des LED, et devrait profiter de la demande très forte en solutions et innovations permettant de **réduire les émissions de CO<sub>2</sub> des véhicules** (par la réduction du poids du véhicule). Nous estimons que le groupe devrait continuer à **surperformer la production automobile mondiale** sur les 5 prochaines années.

Attractif ou non?



## Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Plastic Omnium** et **Valeo** nous valorisons **Hella** à travers deux types de méthodes: en utilisant les **multiples sectoriels EV/CA, EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. Nous valorisons ainsi Hella à **€45** par action, ce qui reflète **>22%** de potentiel sur le dernier cours malgré la bonne performance de la valeur depuis son introduction en bourse en **novembre 2014 (+19%)**.

Horizon d'investissement?



## Catalyseurs

Nous jugeons les différentes annonces faites par les constructeurs sur le développement du **véhicule électrique** ou **autonome** comme positives pour le secteur et pour Hella. A plus court terme nous ne voyons pas de catalyseurs sur la valeur hormis la publication des résultats trimestriels **le 28 septembre 2016**.

Valeur ajoutée?



## Différenciation face au consensus :

Nous sommes actuellement en ligne avec le consensus au niveau du RNPG. Cependant Au niveau de l'EBITDA nous sommes **5%** et **7%** plus bas sur les estimations 2016/17 et 2017/18 à cause des restructurations (*intégrées dans nos estimations et pas dans le consensus*).

Quels risques?



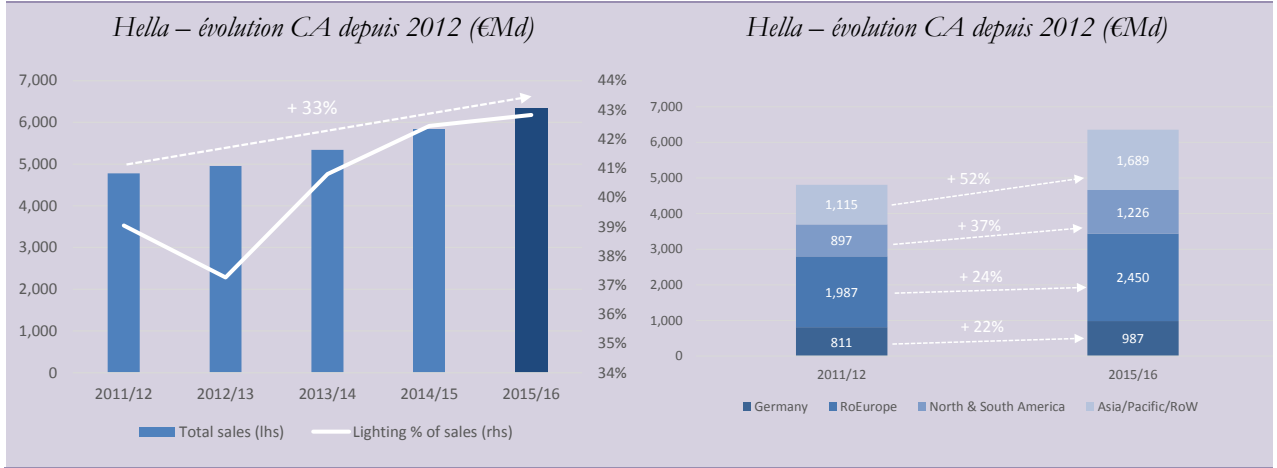
## Risques

Le cycle automobile est sur le point de ralentir, aussi bien dans les pays matures que dans les pays émergents, et ce ralentissement pourrait être plus important que prévu notamment à cause du **Brexit** et **des tensions internationales**. Comme tout équipementier automobile Hella pourrait souffrir d'un **ralentissement rapide de la production automobile**.

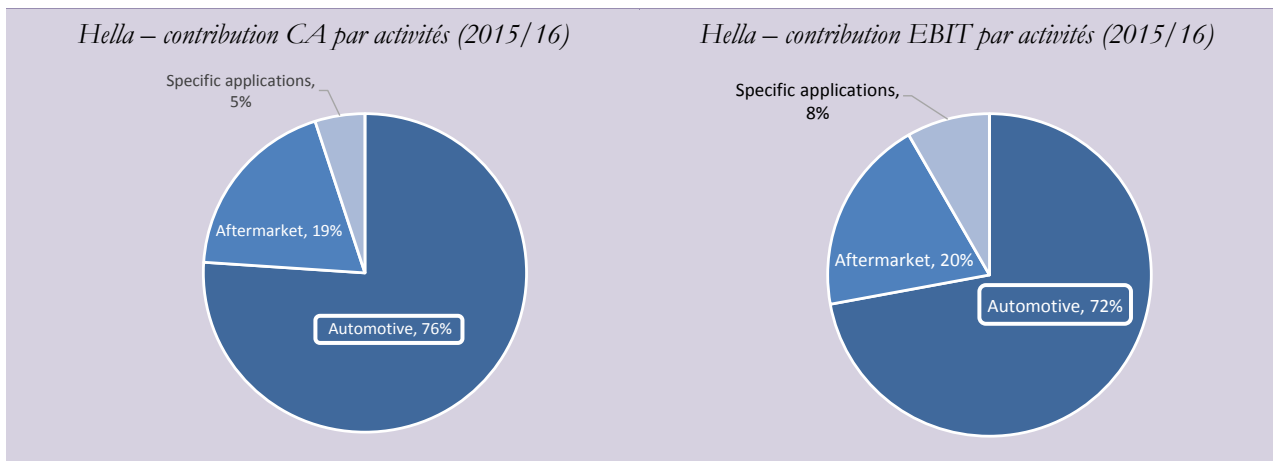


## 2. Hella en six graphes

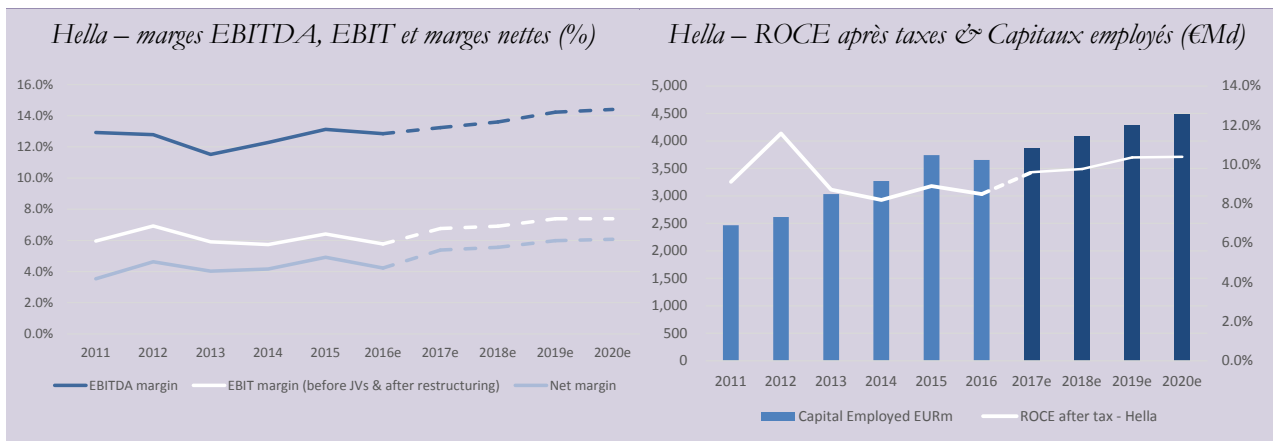
**Fig. 1: Une croissance portée par l'Asie et l'Amérique du Nord/Sud et par le segment « lighting »**



**Fig. 2: Un portefeuille produit très exposé au secteur automobile**



**Fig. 3: Des ratios en forte amélioration**



### 3. Sous les projecteurs

Grâce au **déploiement des objets connectés dans le secteur automobile** et aux importantes innovations à l'origine du développement la **voiture connectée, de la voiture autonome et de la voiture décarbonée**, l'innovation technologique prend une place de plus en plus importante dans un secteur aussi ancien et aussi industriel que celui-ci.

Nous estimons ainsi que le secteur automobile d'une façon générale sera principalement tiré par un **mix produit et un effet prix plus favorable que le cycle précédent** tandis que la croissance venant **des volumes sera plus faible que sur les six dernières années**. Les acteurs les moins innovants, les moins technologiques et disposant d'un faible «pricing power» souffriront ainsi du ralentissement de la demande au niveau mondial les obligeant à optimiser leurs bases de coûts et notamment leurs enveloppes de dépenses en R&D au détriment de futures innovations. Au contraire nous estimons que certains acteurs plus innovants et plus technologiques, **notamment les équipementiers automobiles comme Hella**, devraient continuer à surperformer le marché sur les prochaines années.

Créé en **1899** pour adresser le marché des lampes/luminaires pour vélos/calèches et voitures, le groupe allemand s'est rapidement spécialisé sur le segment automobile, et sur le marché allemand, plus précisément. Rachetée en **1923** par la famille **industrielle Lüdenschneider Hueck** (*qui détient 72,3%*) le groupe a ensuite étendu sa présence à l'international dès les années 60 lui permettant de générer aujourd'hui **54%** de son CA en dehors d'en Europe (*sur le segment Automobile première monte*).

Son expertise sur le marché des **LED** (*leader européen avec 35% de PDM*) et **OLED** dans le secteur de l'éclairage automobile combiné à sa présence sur le marché des **composants électroniques** (*15% de PDM au niveau mondial sur les segments d'Hella*), devrait permettre à Hella de surfer sur le fort besoin en solutions permettant de réduire les émissions de CO<sub>2</sub> du véhicule tout en bénéficiant du développement du véhicule autonome.

Après avoir surperformé la production automobile sur **les sept dernières années** (*+13% de TCAM sur les ventes contre un TCAM de 7% pour la production*) nous estimons que cette performance devrait perdurer sur les cinq prochaines années (*+5% vs. +1,7%*). Grâce aux produits innovants et à un contrôle de la base de coûts de distribution et de R&D nous estimons également qu'Hella devrait pouvoir améliorer sa marge opérationnelle de **90pb** à **8,4%** et son **ROCE de 200pb** à **10,4%** d'ici 2020.

Suite aux déboires du groupe avec un de ses sous-traitants chinois obligeant le groupe à revoir ses attentes sur ses marges 2015/16, le titre Hella a sous-performé le secteur et ses principaux concurrents d'un point de vue boursier avant de remonter début juillet (*-4,5% pour Hella contre -12,5% pour le SXAP et 0% pour les concurrents*). Nous avons manqué le point d'entrée parfait à **€28** début juillet mais estimons le potentiel sur la valeur encore attractif.

Hella traite aujourd'hui avec une décote de **15%** par rapport à ses multiples historiques et de **10%** par ses concurrents.

**Achat, FV à €45** (+22%).

## 4. Un positionnement produit idéal pour surperformer le secteur...

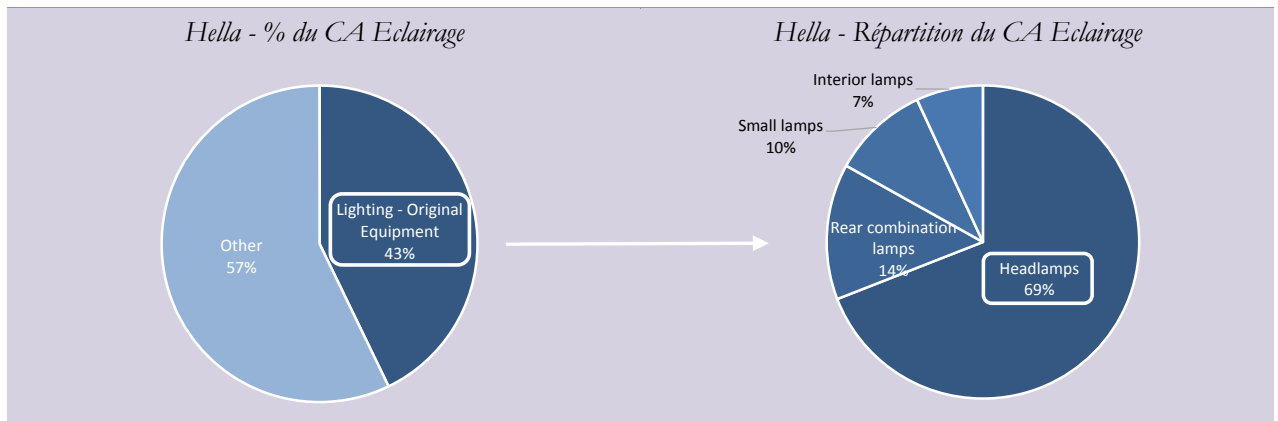
### 4.1. Que la lumière soit! Et la lumière fut!

Bien que l'instauration de systèmes d'éclairage tels que les phares-avant et arrière sur les véhicules remonte à plus d'un siècle et que leur utilité semble être toujours la même, **voir et être vu**, les avancées technologiques se sont multipliées en la matière et devraient continuer à évoluer sur les prochaines années. Les phares à **halogène** ont ainsi progressivement remplacé les phares électriques dans les années **1970**, tandis que les phares au **xénon** sont devenus une technologie équipant les véhicules haut de gamme dans les années **1990** (*tout en restant très minoritaires au niveau du marché global*); et enfin la **LED** a vu le jour et commence modestement à équiper certains véhicules depuis le début des années **2000**. Les nouvelles contraintes réglementaires en Europe (*réduction des émissions de CO<sub>2</sub>, et feu diurnes obligatoires en Union Européenne sur les nouveaux véhicules immatriculés depuis 2011*) devraient accroître le besoin en technologies LED au profit d'acteurs comme Valeo, Hella, Osram...

La technologie LED devrait progressivement prendre le pas sur les technologies halogène et xénon, qui représentent aujourd'hui 98% du marché mondial de l'éclairage automobile.

**Hella**, à travers son segment «*Lighting*», qui représente **43%** du chiffre d'affaires du groupe et **57%** de son chiffre d'affaires automobile première monte, propose à ses clients des produits utilisant les technologies **halogène, xénon, LED, OLED et laser**, et innove sans cesse afin de proposer des technologies/solutions encore plus innovantes. La technologie LED, par ses atouts technologiques devrait progressivement prendre le pas sur les technologies halogène et xénon, qui représentent aujourd'hui **98%** du marché mondial de l'éclairage automobile.

**Fig. 4: Hella réalise 43% de son CA dans l'éclairage, et 69% est réalisé sur le marché des feux avant**

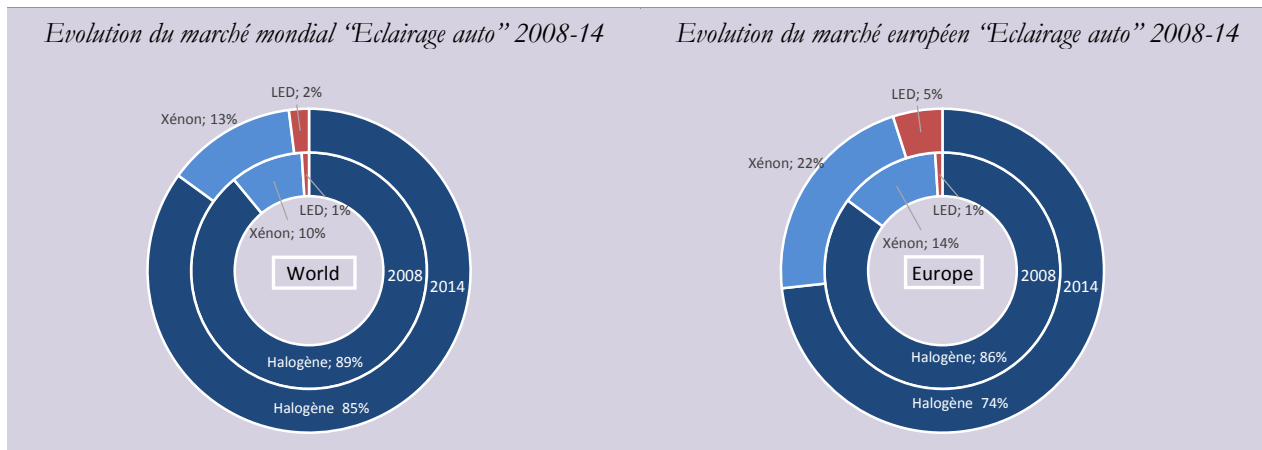


Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

#### 4.1.1. La LED, la technologie de demain

Encore aujourd'hui, le marché mondial de l'éclairage reste dominé par les technologies **xénon** et **halogène** malgré leurs faibles efficacités par rapport aux nouvelles technologies.

**Fig. 5: La technologie LED ne représente encore que 2% du marché mondial**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Les phares à halogène** se basent sur le principe suivant: un courant électrique est envoyé sur le filament métallique qui chauffe et crée une source lumineuse. Ils se révèlent être les **plus répandus** dans le parc de véhicules en circulation et restent dominants parmi les immatriculations malgré leur **obsolescence technique** (*faible luminosité, projection limitée, durée de vie faible et fragilité*) et leur consommation d'énergie. Et ce pour une raison très basique, leur **faible prix** (*entre 25 et 30€ en moyenne pour la paire*) découlant directement d'un coût de fabrication lui-même faible. Le caractère abordable des phares à halogène et leur capacité à s'adapter à la quasi-totalité des voitures du marché les a rendus quasiment incontournables pour tous les *constructeurs de masse* et leurs véhicules d'entrée et milieu de gamme.

**Les phares au xénon**, à l'intérieur desquels un courant électrique est envoyé dans le gaz xénon pour le stimuler et générer sa source lumineuse, sont plus récents et moins répandus sur les véhicules malgré leur faible consommation en énergie. Tout d'abord le **prix plus élevé** (*environ 100€*) que les phares à halogène, du fait de la rareté du gaz xénon, constitue la première barrière à la généralisation de cette technologie. Néanmoins le principal frein reste la nature même de la **lumière émise qui a tendance à éblouir** les autres automobilistes. Les phares xénon se cantonnent ainsi aux **segments haut de gamme et sportifs**. C'est d'ailleurs ce faible attrait de certains consommateurs pour la lumière bleutée qui explique le plus faible taux de pénétration du xénon aux Etats-Unis et en Chine, par rapport à l'Europe.

**Les phares à LED** (*Light Emitting Diode = diodes électroluminescentes*), ne sont utilisés que depuis récemment sur les phares avant des véhicules et restent marginaux sur les nouveaux modèles (*5% en Europe selon Hella*). Dans le cadre de cette technologie, son rayonnement n'est pas dû à la chaleur d'un courant électrique, mais aux semi-conducteurs qui la composent. La forte chaleur créée lors de l'embrassement du système, susceptible d'enflammer un fil électrique lors d'une utilisation prolongée (*comme les codes ou les pleins phares*) a durant des années, contraint les constructeurs à n'implanter les LED que dans les feux arrière requérant moins de luminosité et les clignotants. Cette technologie est désormais mise en avant pour sa **faible consommation électrique**, son taux de conversion (*80% de*

(l'énergie électrique utilisée pour une LED se transforme en lumière contre 20% pour une lampe conventionnelle) ainsi que sa durée de vie **équivalente à celle d'une voiture** (environ 6 000 heures). En revanche la luminosité générée par une LED est moins importante, obligeant les constructeurs à multiplier le nombre de LED dans un phare pour un prix par paire déjà élevé (entre 150 et 300€), faisant de cette technologie un équipement avant tout destiné aux véhicules « premium » et électriques.

**Fig. 6: Récapitulatif des caractéristiques des technologies d'éclairage automobile**

Technologie	Couleur lumière	Luminosité (mcd.m <sup>2</sup> )	Projection (m)	Durée de vie (h)	Prix moyen (€)	Intensité (lumens)	Consommation électrique (W)
Halogène	Blanche jaunâtre	30	150	1 000	25-30	1 600	55
Xénon	Bleutée	70	220	2 000	100	3 200	35
<b>LED</b>	<b>Blanche</b>	<b>75</b>	<b>300</b>	<b>6 000</b>	<b>150-450</b>	<b>7 800</b>	<b>35</b>
LED laser	Blanche	-	600	30 000	> 2 000	-	-

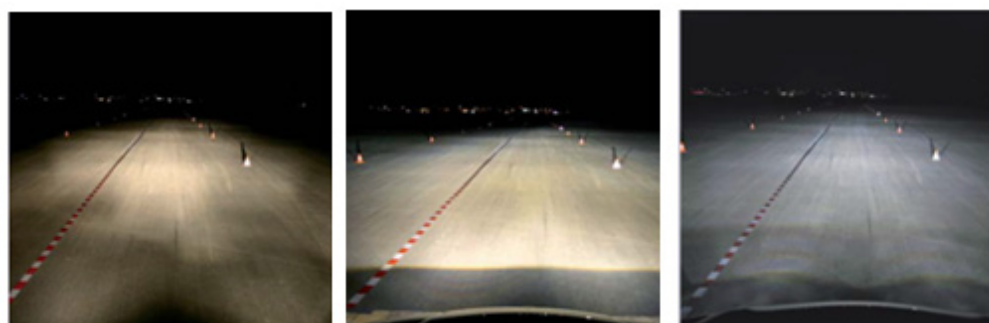
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 7: Différences de luminosité en fonction de la technologie utilisée**

Halogène

Xénon

LED



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

La durée de vie de la LED Laser bat tous les records avec environ 30 000 heures mais son prix la restreint aux véhicules très haut de gamme.

#### 4.1.2. De nouvelles applications pour l'avenir

La technologie LED s'accompagne désormais de plusieurs dérivés tels que l'**OLED** (*Organic Light emitting diode = diode électroluminescente organique*) ou encore le **LED laser** mis en avant par certains équipementiers spécialistes comme Hella, Valeo ou l'équipementier de FCA : Magneti Marelli. L'éclairage à OLED fonctionne de la même manière que les LED sauf qu'il s'agit de diodes faites de matières semi-conductrices organiques en couches superposées plus flexibles, permettant donc une **liberté de création** bien plus grande et un choix de couleur quasi illimité pour un style plus moderne si ce n'est futuriste. De plus, ces diodes requièrent encore moins d'espace que les LED classiques. La dernière innovation en date est le laser à LED, un procédé permettant de **doubler la projection** (à 600m) de la lumière par rapport à la LED classique tout en gagnant en luminosité et en précision. Dans les faits, les phares convertissent les rayons émis par de minuscules diodes laser pour en produire une lumière intense très blanche similaire à la lumière du jour, tout en consommant 30% d'énergie de moins que les phares à LED considérés eux-mêmes comme économiques. Sa durée de vie bat tous les records avec environ 30 000 heures mais son prix (plus de 2 000€ la paire) la restreint aux **véhicules très haut de gamme** comme c'est actuellement le cas avec certains modèles Audi et BMW.

**Fig. 8: Phares OLED avant et arrière de la BMW M4 Iconic Lights**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

#### 4.1.3. Le portefeuille de Hella construit autour de la LED ...

Le groupe Hella détient un portefeuille de systèmes d'éclairage assez large (*l'éclairage est la première activité du groupe avec plus de 42% de chiffre d'affaires total et les phares-avant un métier cœur représentant plus de 29% du chiffre d'affaires consolidé*), proposant tout type d'éclairage intérieur et extérieur ainsi que toutes les technologies (*hydrogène, xénon, LED, OLED, laser*) avec néanmoins une **spécialité marquée pour les technologies récentes LED et ses dérivés.**

**Fig. 9: Hella: un portefeuille tourné vers la technologie LED**

	Halogène	Xénon	LED	OLED	LED laser
Phare-avant	x	x	x		
Phare-avant intelligent		x			x
Phare-arrière			x	x	
Autres éclairages extérieurs			x		
Eclairage d'intérieur			x		

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

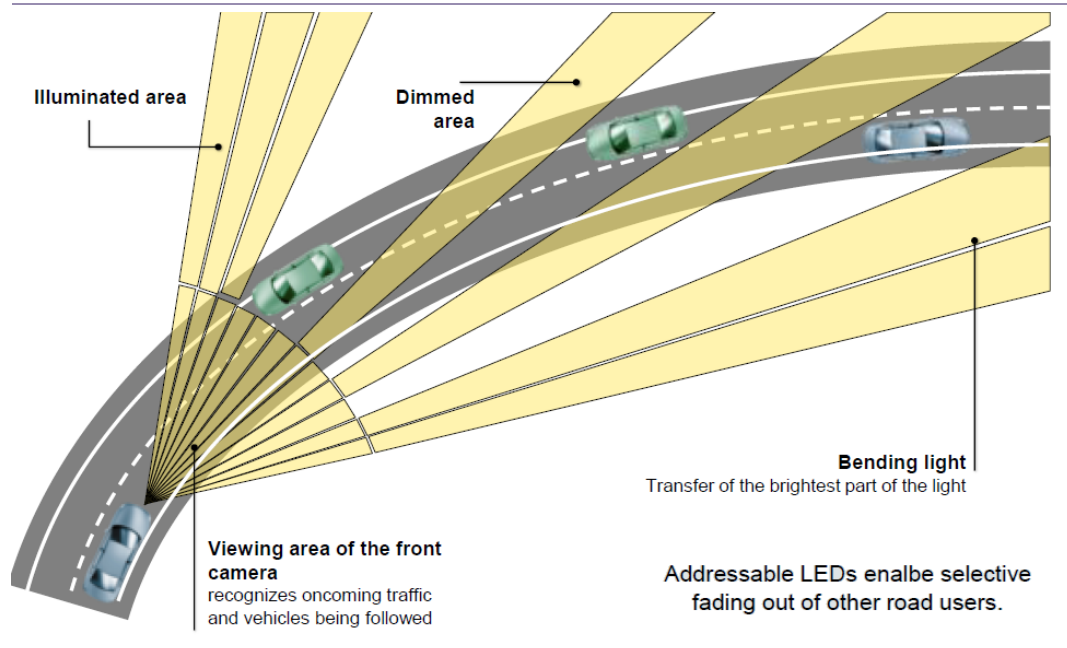
Selon la NHTSA, près de 49% des accidents ayant eu lieu sur le territoire américain se sont produits la nuit.

En tant qu'équipementier à forte expertise technologique, Hella est l'un des précurseurs sur le segment des phares à LED et à laser intelligents dotés d'un système capable d'ajuster l'intensité et l'angle de projection des phares en fonction de l'environnement. Les associations de sécurité routière dont la NHTSA (*National Highway Traffic Safety Administration*) alertent régulièrement le grand public sur les dangers de la conduite, et en particulier **la nuit où les risques d'accident sont deux fois plus élevés** que le jour. Selon la NHTSA, près de 49% des accidents ayant eu lieu sur le territoire américain se sont produits la nuit et près de 38% d'entre eux se sont révélés mortels pour les occupants des véhicules concernés. En effet, durant la nuit, la vision du conducteur est réduite et les éblouissements des phares trop lumineux ou mal réglés des voitures d'en face sont récurrents. Au regard de ce constat, les **systèmes d'éclairage outrepassent leur simple cadre** pour tendre vers des **systèmes liés à la sécurité et d'aide à la conduite.**

Les récentes offres de Hella de systèmes d'éclairage automatisés, intelligents et adaptatifs sont en ligne avec cette tendance de plus de sécurité et d'autonomie sur les véhicules en circulation. Ces phares-avant adaptatifs, composés de **25 à 80 ampoules à LED indépendantes** (*ou xénon dans le cas des phares intelligents proposés sur le marché américain*) et d'une série de capteurs et caméras, sont capables d'adapter avec une grande précision l'angle, l'intensité et la portée de la lumière via les multiples faisceaux lumineux qui les composent en fonction des véhicules présents sur la route et des autres éléments pouvant interférer:

- **Adaptive Frontlighting System (AFS)**, permettant d'accroître la visibilité sur des zones d'ordinaire peu visibles la nuit (*les piétons sur le bas-côté en zone rurale, sur le trottoir en zone urbaine ou encore les voies de circulation et bas-côté durant les trajectoires en courbe*).
- **Adaptive cut-off line**, reprenant les caractéristiques du « AFS » décrit précédemment mais en y ajoutant des fonctions supplémentaires. Il adapte automatiquement la portée de la lumière projetée de façon à s'arrêter juste derrière le véhicule devant ou juste devant le véhicule arrivant sur la voie d'en face.
- **Vertical cut-off line**, il s'agit du même procédé que l'« adaptive cut-off line » mais avec un système plus intelligent qui fonctionne par faisceaux, ainsi les phares sont capables de baisser l'intensité de la lumière émise voire de la couper seulement pour des couloirs spécifiques correspondant à la trajectoire de la voiture suivie ou des voitures arrivant en face tout en continuant d'éclairer le reste de la route et de ses abords (*contrairement au « Vertical cut-off line » qui réduit la portée de la projection de manière homogène*).
- **Led matrix beam** est le système le plus abouti de la gamme, reprenant toutes les options citées précédemment tout en incluant la technologie LED laser qui accroît techniquement la portée de la projection (*600m contre 300m pour les LED classiques*). Ce système a été le premier de son genre et installé pour la première fois sur le modèle **Audi A8** en 2014. Il équipe (*en option*) depuis également les modèles **Audi R8** et **BMW i8**, restant ainsi cantonné aux modèles très haut de gamme au vu du prix moyen de l'**Audi R8** (185 200€) et **BMW i8** (142 400€). Cette option est d'ailleurs facturée **3 960€** par Audi pour la R8 et **6 500€** par BMW. Il est intéressant de noter que ces systèmes automatiques restent à ce jour interdits aux Etats-Unis, une réglementation datant 1968 impose en effet d'avoir une commande à bord du véhicule permettant de passer d'un mode d'éclairage à l'autre.

**Fig. 10: Le système d'éclairage LED laser adaptatif (Led Matrix Beam) de Hella**



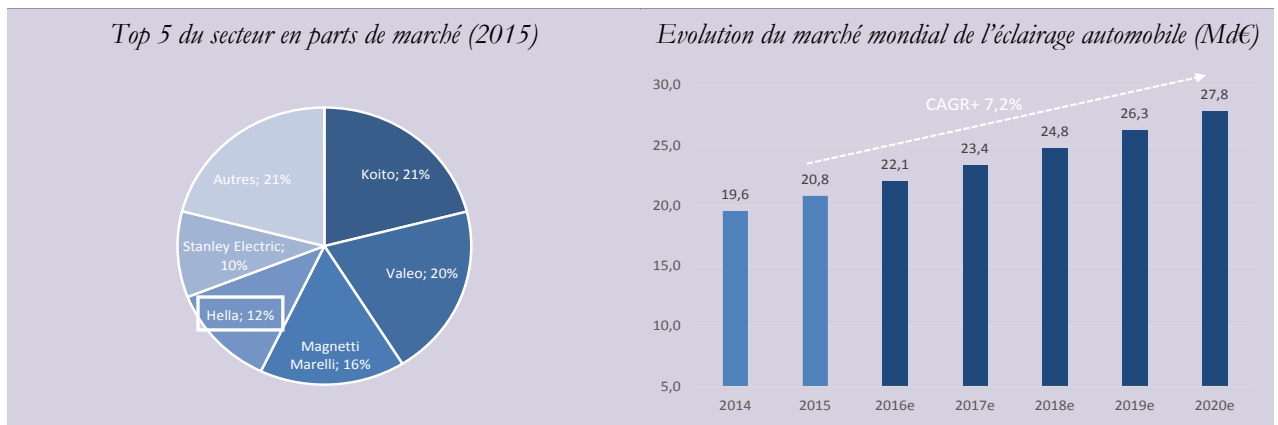
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

#### 4.1.4. ... en réponse à une demande en forte croissance

Le positionnement de Hella, notamment avec ses systèmes d'éclairage intelligents nous semble cohérent compte-tenu de la tendance actuelle qui place la sécurité et l'assistance d'aide à la conduite au centre des préoccupations. De surcroît, le marché de l'éclairage automobile est lui-même en révolution avec l'arrivée de la technologie LED qui apparaît comme étant le segment le plus porteur du marché.

Aujourd'hui, Hella se positionne comme le **numéro 4** sur le marché mondial des systèmes d'éclairage automobiles (€2,5Md de CA pour une Pdm estimée à 12%) sur un marché estimé à **€20,8Md** en 2015. Porté par la croissance des immatriculations de véhicules neufs ainsi que l'incorporation d'un niveau technologique toujours plus élevé dans les produits d'éclairage tels que les phares, le marché mondial est attendu en croissance **CAGR de l'ordre de 7,2% sur la période 2015-2020e**.

**Fig. 11: Systèmes d'éclairage : un marché concentré et bien orienté**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

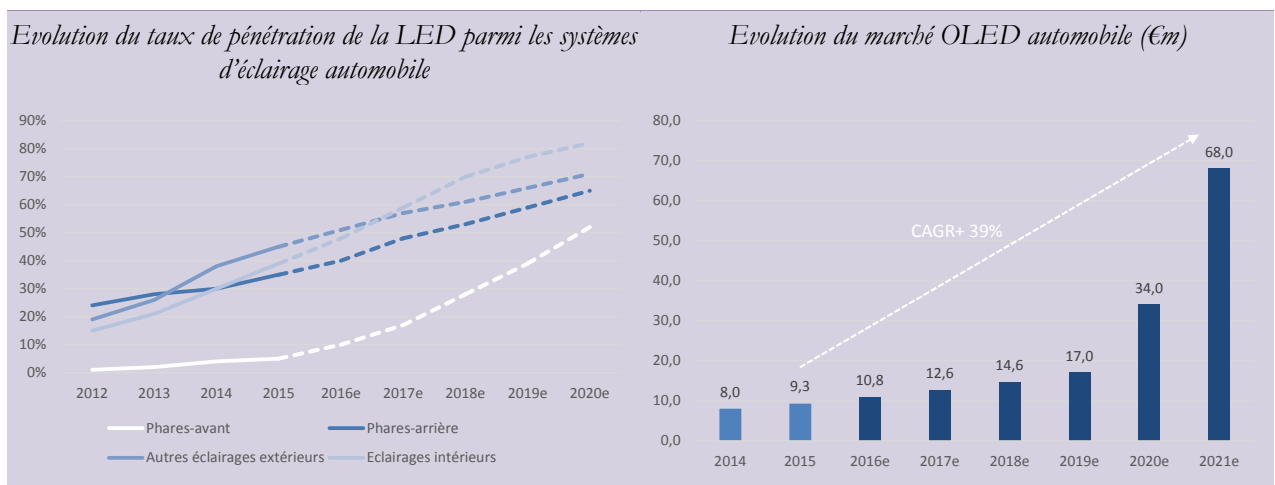
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.



Dans le détail, deux segments se distinguent dans cette évolution de marché de par leur forte croissance attendue. La **LED** constitue en effet un des segments les plus porteurs au vu de son **efficacité énergétique** (à titre de rappel 80% de l'énergie électrique utilisée pour une LED se transforme en lumière contre 20% pour une lampe conventionnelle), de sa taille réduite requérant moins d'espace que les autres technologies et de sa durée de vie équivalente à celle d'une voiture. Paradoxalement, la LED reste très peu adoptée par les constructeurs (2% de taux de pénétration au niveau mondial). Son prix la restreint en effet aux segments premium et électrique. Or, les **économies d'échelles** résultant d'une progressive adoption de la technologie par le reste des modèles premium et électrique devraient être suffisante pour faire significativement baisser les prix et rendre la LED accessible aux marchés de masse au détriment de l'halogène. Un **taux de pénétration sur les phares-avant de plus de 50% peut être attendu d'ici 2020** selon l'institut indépendant *SNE Research* spécialisé sur l'environnement et l'efficacité énergétique. L'incorporation de LED dans les phares-avant entrevoit également dans un avenir à moyen-terme un élargissement de l'utilité de la lumière émise avec la possibilité d'afficher des chiffres ou des messages sur la route (*afficher la limitation de vitesse sur la route pour le conducteur, interagir par message écrit avec les piétons environnants ou avec les autres véhicules ... etc*), de tels dispositifs restent malgré tout encore en phase d'étude.

Enfin, les **OLED**, bien que segment de niche avec un peu plus de **€9m** à travers le monde, est attendu en forte croissance (*CAGR 2015-2019e de 14% selon l'institut de recherche Technavio*) grâce à leur **texture flexible et au choix de couleur qu'elles offrent**. Cette technologie, déjà utilisée dans d'autres domaines technologiques comme les téléviseurs et autres écrans tactiles, répond à tous les critères actuels: efficacité énergétique, peu d'espace requis, grande liberté de design. Néanmoins, tout comme les LED, son développement était jusqu'alors freiné par son prix (*>\$300/kilo-lumens en 2013*) qui est depuis peu en forte baisse. Les spécialistes du secteur s'attendent à ce que le prix descende en deçà des **50\$/kilo lumens**.

**Fig. 12: LED et OLED, des marchés prometteurs sur le segment automobile**



Source: SNE Research; Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

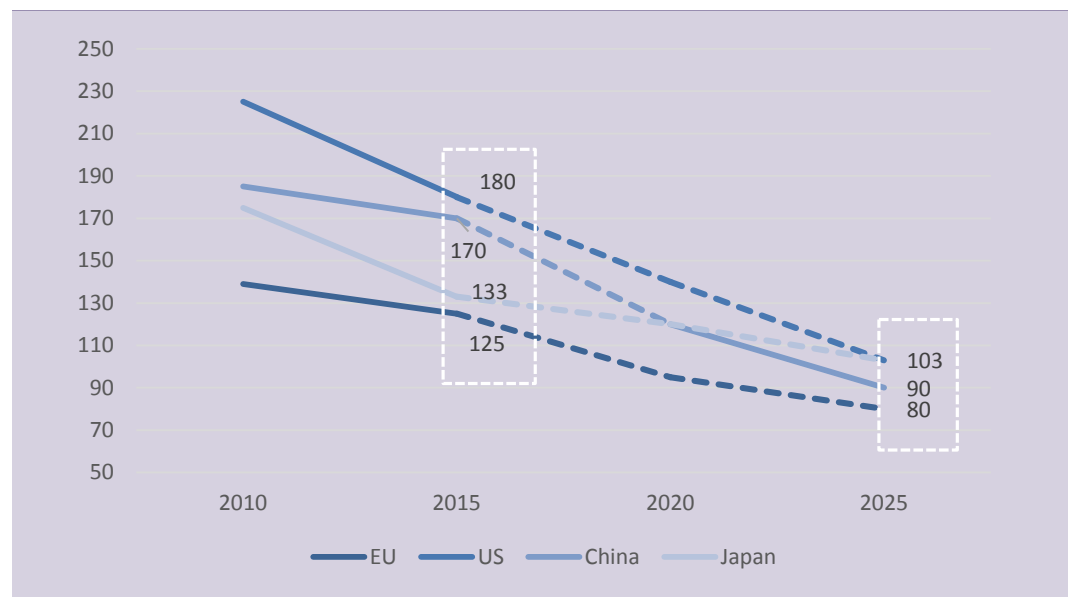
Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment « Lighting » de **6%** faisant passer le CA du segment de **€2,7Md à €3,4Md**.

## 4.2. Une refonte de l'architecture électrique favorable à l'activité composants électroniques

### 4.2.1. Une pression réglementaire sur les constructeurs ...

Depuis la prise de conscience environnementale, la **pression réglementaire** n'a cessé de s'accroître au sein du secteur automobile, plaçant ainsi les **émissions de CO<sub>2</sub>** et plus récemment de **NO<sub>x</sub>** (*oxydes d'azote émis par les véhicules diesel*) au centre des inquiétudes. Ces émissions sont désormais encadrées et la prochaine décennie verra l'entrée en vigueur de plusieurs seuils d'émission imposés par les autorités, que ce soit dans les pays matures comme les Etats-Unis (*-43% d'émissions d'ici 2025 pour 103g/km*), dans l'Union européenne (*-36% d'émissions d'ici 2025 pour 80g/km*) ou encore au Japon (*-23% d'émissions d'ici 2025 pour 103g/km*). Les pays émergents ne sont pas en reste avec le cas de la Chine dont la pression réglementaire s'avère être la plus significative (*-47% d'émissions pour 90g/km*) **forçant ainsi les constructeurs à repenser leurs véhicules.**

**Fig. 13: Des émissions de CO<sub>2</sub> sous d'intenses pressions réglementaires à l'avenir (g CO<sub>2</sub>/km)**



Source: Local authorities; Bryan, Garnier & Co ests.

### 4.2.2. ... favorable aux équipementiers

Outre par l'allègement des modules composant le véhicule, le downsizing moteur ainsi que le contrôle des émissions, les objectifs d'émissions seront également **atteignables via l'installation de composants électroniques** fournissant notamment une **gestion énergétique accrue** et une **meilleure transmission**. Mais ces nouveaux composants d'efficacité énergétique entrent dans l'assemblage des véhicules en même temps que les systèmes liés à l'assistance d'aide à la conduite et autres systèmes de sécurité, augmentant le nombre d'appareils qui requièrent du courant pour fonctionner, remettant en question l'**architecture électrique** (*basée sur du 12V depuis les années 1970*) mise en place par les constructeurs et la plupart des appareils et composants produits par les équipementiers.

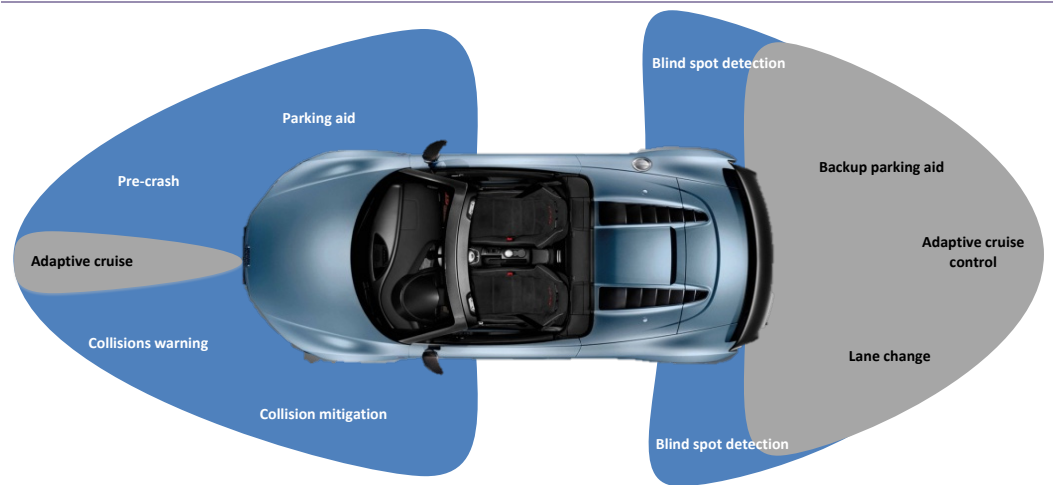
Dans la mesure où l'architecture électrique établie n'est plus en mesure de répondre en toutes circonstances aux besoins des appareils embarqués, la seule solution pour les véhicules conventionnels transparaît dans la refonte du système électrique du véhicule (*les véhicules hybrides/électriques ont également la possibilité d'avoir recours à une batterie dotée d'un plus grand voltage*). Le choix le plus judicieux à court-terme serait un système dual 12V/48V, avec certains systèmes fonctionnant en 12 volts et d'autres en 48 volts, afin de ne pas avoir à changer l'ensemble des appareils et systèmes du véhicule.

Hella propose des stabilisateurs de voltage, des modules de stockage d'énergie et des transformateurs de voltage 12-48V à ses clients automobiles.

### 4.2.3. Le positionnement d'un challenger sur des segments ultra-technologiques: Hella

Hella, en ligne avec cette tendance de refonte de l'architecture électrique qui reste malgré tout un marché de niche à l'heure actuelle, propose des stabilisateurs de voltage, des modules de stockage d'énergie et des transformateurs de voltage 12-48V permettant à des systèmes 48V de parfaitement s'intégrer à une architecture pensée pour du 12 volts. Outre les composants électroniques de transmission, pavés de contrôle de sièges, autoradios et clés électroniques de fermeture centralisée, la gamme de produits de Hella s'étend aussi sur les segments de la sécurité. Essentiellement au travers de capteurs radars installés tout autour de la voiture et capables de prévenir le conducteur des dangers, qu'ils soient face à lui, sur les côtés, derrière ou dans les angles morts.

**Fig. 14: Exemple de l'étendue des capacités des capteurs radars sur un véhicule**



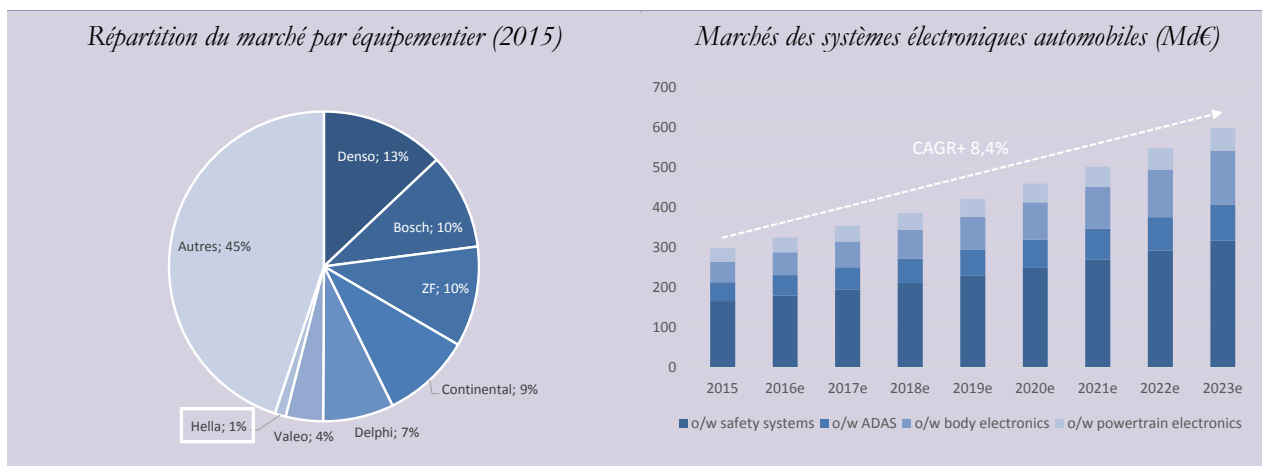
Source: Bryan, Garnier & Co ests.

De par son positionnement sur des segments de niche (*conversion au 48V, capteurs de sécurité*) Hella n'apparaît pas comme un acteur significatif dans le marché mondial d'électronique automobile aujourd'hui estimé à €167Md avec un peu plus de 1% de parts de marché. A noter que son positionnement très technologique s'apparente à celui de Valeo (<4% de parts de marché) tandis que le reste du marché demeure dominé par les géants de l'automobile comme Continental, Bosch ou encore le japonais Denso. A titre d'indication, Hella communique sur une part de marché de 15% au niveau mondial sur les segments où il est présent.

Une réorganisation de l'environnement concurrentiel est néanmoins envisageable à moyen-terme en prenant en compte l'exposition de Hella et Valeo à des segments qui devraient bénéficier de croissance plus soutenue que sur des segments plus classiques comme l'électronique de transmission et autres modules de commandes sur lesquels les leaders sont très concentrés.

Dans un secteur en quête d'autonomie et de sécurité, les segments sécurité et aide à la conduite (*les plus technologiques et les plus développés chez des challengers comme Hella*) sont attendus respectivement en croissance CAGR de **8,5%** et **13%** sur la période **2015-2023e**. Ce taux devrait être plus modeste du côté de la transmission (**5,5%**) et des commandes (**6,4%**). Plus généralement, le marché entier des systèmes électroniques est attendu en croissance de l'ordre de **8,4%** par an pour finir par doubler de taille entre 2015 et 2023 et atteindre **€335Md**.

**Fig. 15: Présentation du marché des systèmes électroniques et perspectives de croissance**



Source: Global Newswire; Hella; Companies data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment « Electronics » de **4%** faisant passer le CA du segment de **€2,1Md** à **€2,4Md**. Nous sommes plus prudents que sur le segment « Lighting » du fait de la plus faible part de marché du groupe sur ce marché (**1% contre 12%**).

## 5. Le remplacement, un métier défensif mais moins rentable, enfin pour Hella

### 5.1. Plus proche des clients finaux...

Hella se dote d'un **positionnement stratégique atypique** sur le marché de remplacement (*19% du CA groupe*) en travaillant avec **les garages** (*5% du CA remplacement*), **les distributeurs** (*42% du CA remplacement*) et surtout avec les **clients finaux** (*42% du CA remplacement*) **via des points de vente**. En réalité, la naissance de ce réseau de points de vente Hella est encore récent avec l'ouverture des premiers magasins à partir de 2010. L'étendue de sa gamme de clients permet à Hella de couvrir l'ensemble du spectre du marché de la seconde monte. Seule la voie de la vente en ligne ne semble pas être totalement couverte pour l'instant, une option d'ores et déjà envisagée par le management durant sa journée « investisseurs ».

Afin d'étendre son offre de remplacement, initialement cantonnée aux produits d'éclairages et électriques également proposés aux constructeurs automobiles de 1<sup>ère</sup> monte, vers plus d'outils de diagnostics et des services dédiés aux professionnels du marché de 2<sup>nd</sup>e monte, Hella a multiplié au fil des ans les **partenariats noués**. Ces rapprochements concernent des spécialistes allemands et français comme **Behr** en 2005 (*JV sur la gestion énergétique*), **Gutmann** en 2008 (*JV sur les produits de diagnostics de véhicules*), **Nussbaum** (*JV concernant les produits et outils liés à l'air conditionné et systèmes de refroidissement*) ou encore le français **TMD Friction** (*pour son expertise sur les technologies de freinage*). L'offre de produits de remplacement de Hella, en ligne avec ses compétences de première monte, se concentre avant tout sur les **produits d'éclairage, systèmes de gestion énergétique, équipements électriques et électroniques**.

D'un point de vue sectoriel, le portefeuille de Hella est également bien positionné pour répondre aux **tendances technologiques et réglementaires**. L'ère du tout technologique dans les véhicules amène également les clients à plus souvent consulter des professionnels pour régler les paramètres des appareils et les mettre à jour. Dans le même temps, les renforcements réglementaires concernant l'environnement et la sécurité accroît le nombre de visites et de vérifications à effectuer au cours d'une seule visite.

### 5.2. ... au détriment des marges

Malgré une offre centrée sur des tendances technologiques et des marchés de niche (*systèmes de diagnostics véhicules pour garagistes*) la marge dégagée par Hella (*6% d'EBIT*) apparaît en deçà de la moyenne du secteur européen (*environ 10% pour les autres équipementiers présents sur le marché de la seconde monte*). Un constat d'autant plus surprenant que la plupart des pièces détachées fabriquées pour l'Europe (*représentant 80% du chiffre d'affaires du pôle 2<sup>nd</sup>e monte*) proviennent de Roumanie où les coûts de production sont compétitifs.

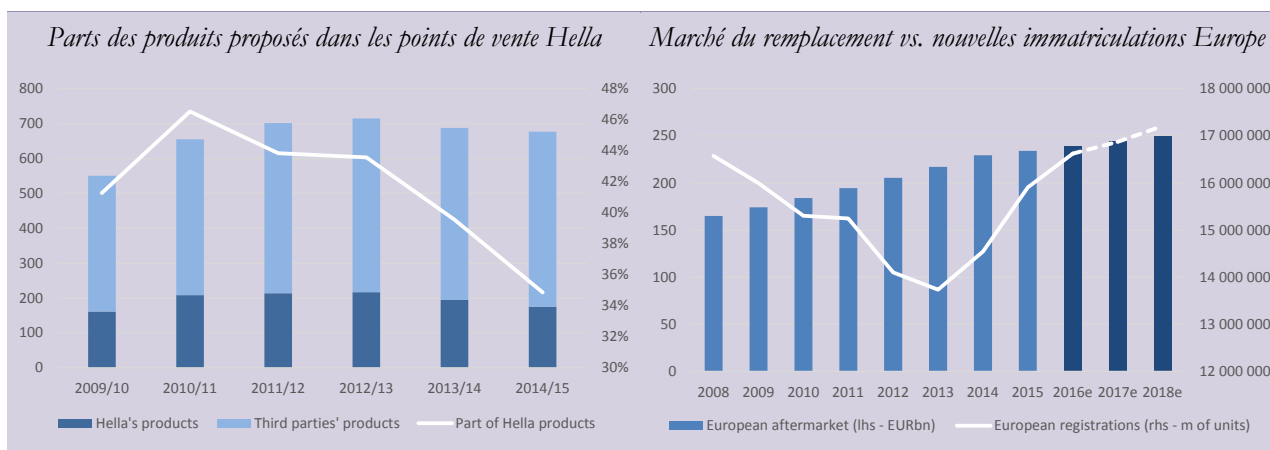
Cette **faible marge d'EBIT** résulte du positionnement du groupe qui gère des points de vente en propre où une taille critique de produits proposés est nécessaire pour attirer le client (*beaucoup d'investissements, beaucoup de stocks*). Or, Hella doit proposer des produits de marques tierces afin de garnir ses rayons et proposer une offre crédible, une **stratégie commerciale susceptible de ronger des marges déjà faibles dans la distribution finale de pièces détachées**. Aujourd'hui, la part des produits Hella proposés en vente parmi l'ensemble des articles en rayon n'est que de **35%**, une part qui a de surcroît tendance à diminuer depuis l'ouverture des points de vente.

L'offre de produits de remplacement de Hella, en ligne avec ses compétences de première monte, se concentre avant tout sur les produits d'éclairage, systèmes de gestion énergétique, équipements électriques et électroniques.

Néanmoins, la contrepartie de cette faible profitabilité comparée aux autres activités de 1<sup>ère</sup> monte réside dans son caractère **défensif**. Le marché du remplacement ne présente en effet **aucune corrélation** avec le marché automobile.

Dès lors que les consommateurs repoussent l'achat de leur véhicule ou son remplacement le **parc en circulation vieillit mécaniquement** et le **besoin de remplacement de pièces qui vieillissent avec le véhicule pousse les automobilistes à se rendre plus souvent chez les professionnels de la réparation et du remplacement**.

**Fig. 16: Le secteur du remplacement, un segment défensif pour Hella**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans un marché européen où le parc ne cesse de vieillir depuis 2007 (+15% en 8 ans pour atteindre 9,7 ans) le secteur du remplacement est attendu en **hausse CAGR de 2% en Europe**. Le nombre croissant de pièces arrivées en fin de vie dû à l'âge de la flotte de véhicules, la pression des normes environnementales ainsi que la prise de conscience de l'importance de la maintenance préventive devrait assurer une légère hausse des volumes. Le segment le plus porteur devrait être celui des **produits électroniques** avec un **CAGR de 4,4%**. Outre ce facteur de croissance, nous estimons que le chiffre d'affaires du secteur et du groupe reposera sur les efforts marketing importants ainsi que sur le développement de la demande venant des pays européens de l'Est.

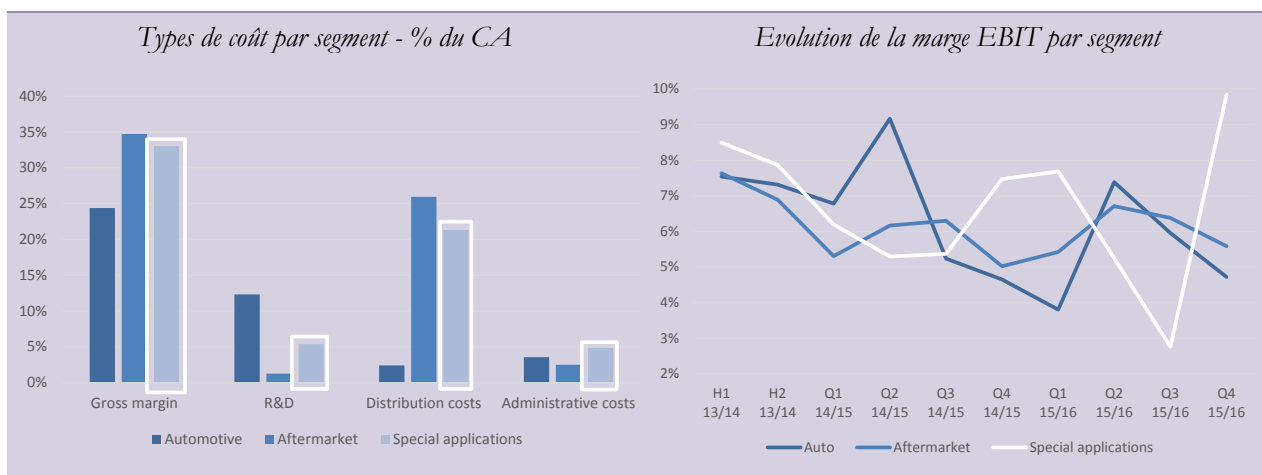
Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment «Aftermarket» de **3,5%** faisant passer le CA du segment de **€1,25Md à €1,4Md**. Nous estimons également que la marge opérationnelle du groupe devrait s'améliorer et se rapprocher des **7%** en 2020, grâce notamment à la montée en puissance du marché de remplacement des LED suite au développement de cette technologie sur les nouveaux véhicules sur les cinq dernières années.

## 6. Les applications spéciales: la diversification à bas coût

A travers cette activité Hella transpose ses compétences cœur, à l'origine développées pour les véhicules automobiles de masse, sur d'autres segments automobiles et autres secteurs industriels afin de répondre aux besoins de clients plus spécifiques. Le groupe propose ainsi une large gamme de **systèmes d'éclairage et de systèmes électroniques** pour des **constructeurs de véhicules spécifiques** (*bus, caravanes, engins agricoles et engins de construction*) et **autres industriels** (*sociétés et concessionnaires d'autoroutes, municipalités, aéroports pour les lampadaires, industriels divers pour leurs éclairages intérieurs ou encore chantiers navals*).

Un tel positionnement se basant sur les innovations développées par le pôle automobile permet des **effets de synergie significatifs**, essentiellement visibles sur les dépenses de recherche & développement. A titre d'exemple, le pôle automobile génère **76%** des ventes tout en engrangeant **95%** des frais de R&D du groupe, les applications spéciales ne concentrent que **3%** de ces dépenses d'innovation alors qu'elles représentent **5%** du chiffre d'affaires. De surcroît, cette stratégie **réduit les risques commerciaux et financiers** liés au lancement d'un nouveau produit dans la mesure où la majorité des coûts de développement ont déjà été supportés par le pôle automobile et l'utilité du produit a déjà été approuvée par les clients de ce même pôle auparavant. Le coût le plus important du segment réside dans les **frais de distributions**—(*représentant 21% du CA du segment contre 8% pour le groupe*).

**Fig. 17: Une diversification qui coûte peu en R&D**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Les quelques sites de production essentiellement basés en **Europe, Inde et Océanie** permettent à Hella de **diversifier son exposition clients** en y ajoutant des constructeurs spécifiques ainsi que des industriels dé-corrélés du marché automobile comme les concessionnaires d'autoroutes ou les municipalités. Ces acteurs sont néanmoins à la recherche des mêmes innovations que les constructeurs automobiles avec en tête la **LED** et dans un futur proche l'**OLED** qui permettent une autonomie accrue, une maintenance moins lourde et une économie d'énergie considérable. Rappelons que le marché mondial de la LED tout application confondue est attendu en forte croissance avec un **CAGR de 13,5%** par an d'ici 2020 selon *Allied Market Research*.

## Hella

Rien que pour l'éclairage urbain les plans d'investissements des municipalités devraient représenter une opportunité estimée à **€48,6Md** pour le secteur d'ici 2025 (*PR Newswire*).

Ayant souffert d'un ralentissement du secteur agricole, secteur qui représente une part importante du CA effectué par le groupe avec ses clients spécialisés, le taux de croissance ainsi que la marge du segment se sont légèrement érodés sur les dernières années. Le groupe a récemment indiqué qu'un redémarrage de ce segment notamment était visible, impliquant potentiellement un effet de rattrapage sur le CA et sur la marge dans les prochains trimestres.

Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment «*Special Application*» de **2,5%**. Nous estimons que la marge opérationnelle sur ce segment devrait rester assez élevée, et supérieure à celle du segment «*Aftermarket*», du moins jusqu'en 2019.



## 7. De la croissance au profit de la rentabilité et du ROCE

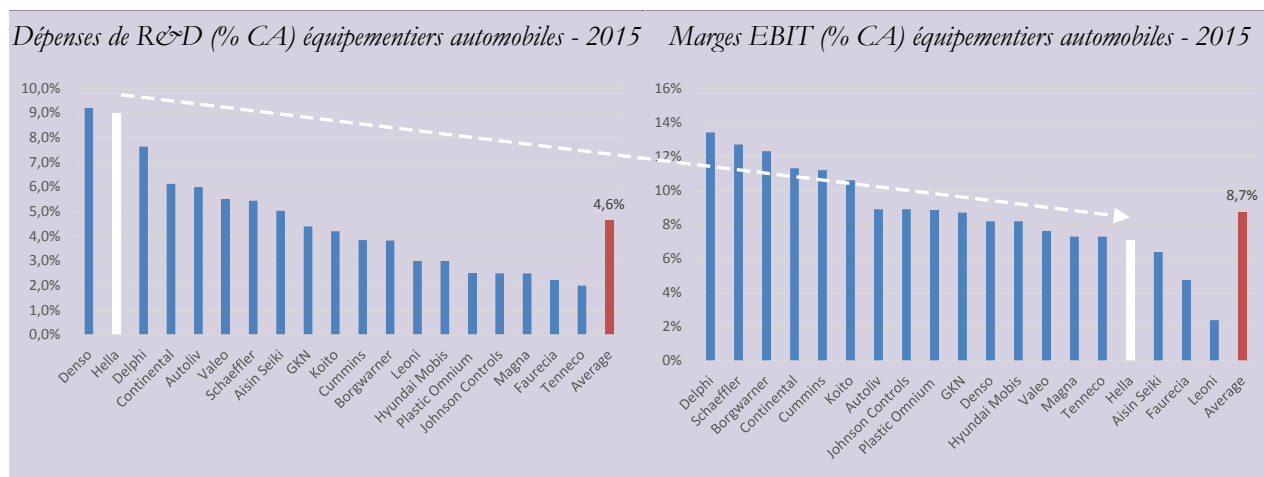
### 7.1. Vers plus de marge

Grâce à son positionnement sur des secteurs de croissance, nous estimons Hella capable de continuer à surperformer la production automobile de **2-3pp** minium sur la période 2016-2025. Cette croissance sera tirée principalement par les pays émergents (*croissance des volumes*) mais également par l'accroissement de la valeur par véhicule, permettant au groupe de générer un TCAM de **4,3%** sur ses ventes sur la période 2016-26 et d'accroître sa marge opérationnelle (*avant contribution des JVs et après coûts de restructuration*) de **200pb** à **7,8%** grâce à un contrôle des coûts opérationnels de structure (*coûts de distribution et coûts administratifs*) mais également grâce à une réduction en dessous du niveau de **9%** des coûts de R&D.

Nous estimons Hella capable de générer un TCAM de 4,7% sur ses ventes sur la période 2016-25, impliquant une surperformance du secteur automobile de 2-3pp.

Pour rappel, **Hella** est parmi les équipementiers automobiles qui dépensent le plus en R&D (*en termes de % de CA, 9,8% au niveau du group et 12,2% au niveau du segment première monte en 2015/16*), mais fait partie des équipementiers qui génèrent le moins de marge opérationnelle (*7,5% en 2015/16 contre une moyenne du secteur de 8,7%*). Nous estimons que le potentiel de croissance va ainsi principalement venir d'un meilleur contrôle des dépenses de R&D, ainsi que des coûts de distribution, le groupe ayant déjà correctement optimisé les coûts administratifs, en comparaison avec certains concurrents.

**Fig. 18: Plus de dépenses de R&D pour plus d'innovations et plus de marge**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co est.

En comparant la base de coût du groupe avec ses principaux concurrents cotés (*Denso, Valeo, Koito, Continental et Delphi*) il apparaît que le groupe, qui se situe parmi les équipementiers à plus fort « pricing power » avec un une marge brute par employé de **€52 000** (*contre une moyenne de €46 000 pour les concurrents*) dépense en moyenne **5pp** de plus de CA en R&D (*en % de CA*) que ses concurrents. Cette différence devrait perdurer dans le temps, cependant nous estimons que le groupe pourrait réduire ce ratio de **50 à 100pb** afin de le rapprocher de **8,5-8,9%**, tout en maintenant les dépenses de distribution et les dépenses administratives aux alentours de **6%** du CA (*Auto – première monte*).

Ce gain pourra se faire grâce à la **signature de nouveaux partenariats avec d'autres équipementiers** (pour partager les coûts de développement), grâce à une **meilleure optimisation des ingénieurs dédiés à la R&D** (6 361 employés représentant 19% de la masse salariale du groupe) ou à une **augmentation du taux de refacturation aux constructeurs des dépenses de R&D**.

**Fig. 19: Analyse de la base des coûts de Hella face à ses concurrents**

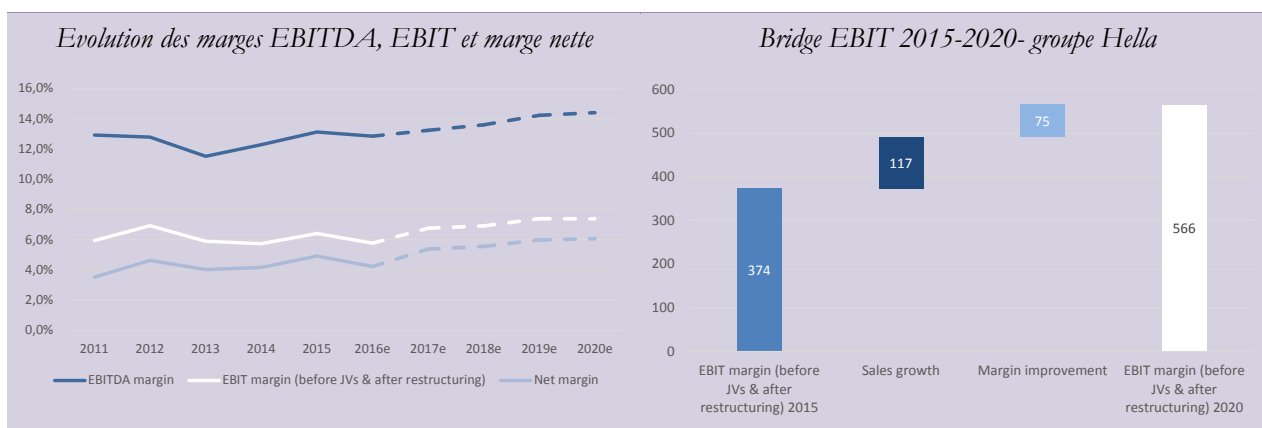
	Gross margin	R&D	Selling/Dist. Costs	Others	EBIT margin
<b>Hella – CA première monte</b>	<b>23,8%</b>	<b>11,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>5,7%</b>
Denso	25,9%	9,3%	9,1%		7,5%
Delphi	27,9%	7,9%	6,7%	1,8%	11,5%
Continental	25,9%	6,2%	7,9%	1,4%	10,3%
Autoliv	20,1%	5,7%	4,5%	2,0%	7,9%
Valeo	18,0%	5,5%	5,2%		7,3%
Koito	20,3%	4,5%	7,3%		8,4%
Average	23,1%	7,3%	6,7%	1,3%	8,4%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre modèle nous prenons l'hypothèse que le groupe arrivera à réduire le poste des dépenses en R&D (*dépenses totales pour le groupe à 9,8% en 2016 contre 12,2% pour la division première monte*) en dessous des **9% à 8,9%** contre **9,3%** en 2015 et **9,6%**, tout en maintenant les autres postes à des ratios similaires à ce que le groupe a publié en 2016. Une légère réduction des investissements devrait également permettre au groupe de profiter d'une baisse des D&A dans son compte de résultat, au profit de la marge opérationnelle (*sans impact sur le cash en revanche*).

La forte croissance du chiffre d'affaires sur la période 2016-20, combinée à cette optimisation des coûts de structure et des coûts R&D du groupe devrait permettre au groupe de faire passer sa marge opérationnelle (*avant JVs et après restructurations*) de **6,4% à 7,4%** et d'augmenter ainsi sa marge nette de **4,2% à 6,1%** d'ici 2020.

**Fig. 20: Evolution des marges chez Hella**

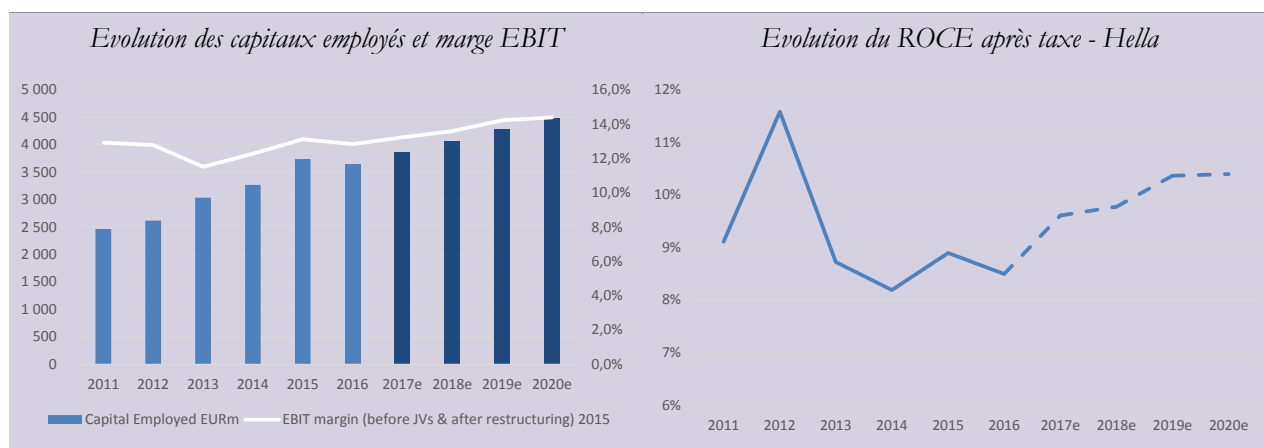


Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

## 7.2. Et vers un meilleur ROCE

Nous estimons que cette amélioration de la marge combinée à un contrôle strict des investissements devrait permettre au groupe d'accroître son ratio de ROCE au profit des actionnaires.

**Fig. 21: Evolution du ROCE chez Hella**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

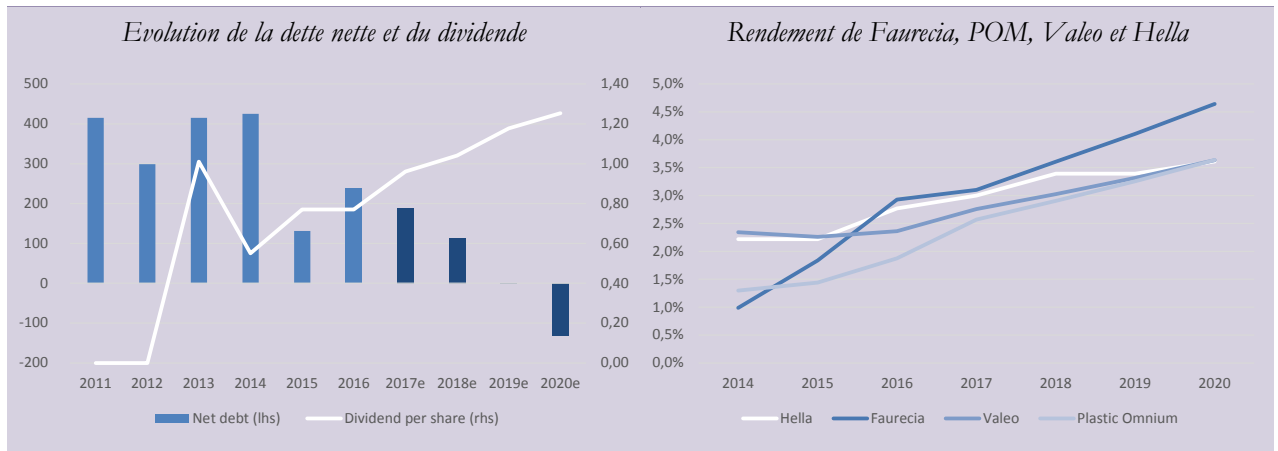
Nous jugeons crédible l'amélioration de la marge opérationnelle ainsi que l'évolution favorable de ratios de retour sur investissements chez Hella, grâce **1/**à un effet rattrapage sur la marge par rapport à une année 2015/16 impactée par les déboires du groupe avec un de ses sous-traitants chinois, **2/**à l'amélioration du mix produit et **3/**au contrôle des dépenses en R&D et en investissement sur la période 2015-20. **Le ROCE du groupe devrait ainsi remonter à 11,8% d'ici 2020, proche du niveau de 2012 (11,6%) tandis que le dividende devrait passer monter de 70% en 2020 par rapport à 2016.**

**Fig. 22: Hella – Tableau de financement**

Debt analysis (EURm)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>EBITDA reported</b>	<b>565</b>	<b>615</b>	<b>576</b>	<b>656</b>	<b>766</b>	<b>816</b>	<b>875</b>	<b>944</b>	<b>1 037</b>	<b>1 102</b>
EBITDA margin	12,9%	12,8%	11,5%	12,3%	13,1%	12,8%	13,2%	13,6%	14,2%	14,4%
<b>Operating Cash-flow</b>	<b>391</b>	<b>624</b>	<b>463</b>	<b>535</b>	<b>560</b>	<b>602</b>	<b>722</b>	<b>800</b>	<b>876</b>	<b>943</b>
Total capex & R&D capitalized	(350)	(423)	(541)	(516)	(498)	(561)	(589)	(618)	(649)	(682)
o/w Capex	(315)	(380)	(489)	(463)	(429)	(490)	(510)	(535)	(562)	(590)
o/w R&D capitalized	(34)	(44)	(52)	(53)	(68)	(71)	(79)	(83)	(87)	(92)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>41</b>	<b>201</b>	<b>(78)</b>	<b>19</b>	<b>62</b>	<b>42</b>	<b>132</b>	<b>181</b>	<b>227</b>	<b>261</b>
Acquisitions/Disposals	35	37	10	17	20	14	0	0	0	0
Dividends	(22)	(40)	(61)	(55)	(59)	(87)	(86)	(107)	(116)	(131)
Others	(89)	(65)	176	201	(57)	13	2	2	2	2
<b>Net debt reported</b>	<b>415</b>	<b>299</b>	<b>415</b>	<b>425</b>	<b>131</b>	<b>238</b>	<b>189</b>	<b>113</b>	<b>0</b>	<b>(132)</b>

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 23: Evolution de la dette nette, du dividende et du rendement**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

## 8. Nos estimations

Comme pour **Faurecia**, **Plastic Omnium** et **Valeo**, notre modèle **Hella** intègre les estimations de production automobile de **+2,4%** pour 2016, puis de **+1,7%** pour 2017 et de **+1,7%** pour 2018. Nous anticipons ensuite une croissance du marché de l'ordre de **+1,5%** sur la période 2019-2025.

**Fig. 24: Hella – Tableau de résultat - €m**

	31/05/11	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
<b>Revenues</b>	<b>4 371</b>	<b>4 810</b>	<b>4 999</b>	<b>5 343</b>	<b>5 835</b>	<b>6 352</b>	<b>6 611</b>	<b>6 940</b>	<b>7 288</b>
Change (%)	ns	10,0%	3,9%	6,9%	9,2%	8,9%	4,1%	5,0%	5,0%
Adjusted EBITDA	565	615	576	656	766	816	875	944	1 037
<b>EBIT</b>	<b>260</b>	<b>333</b>	<b>295</b>	<b>306</b>	<b>374</b>	<b>367</b>	<b>447</b>	<b>480</b>	<b>538</b>
Change (%)	ns	28,0%	-11,4%	3,8%	22,1%	-2,0%	21,9%	7,4%	12,2%
Financial results	(45)	(46)	(44)	(36)	(36)	(39)	(37)	(33)	(27)
Pre-Tax profits	229	307	266	308	394	380	409	447	512
Exceptional	21	23	36	(24)	16	14	(10)	(10)	(10)
Tax	(65)	(76)	(60)	(79)	(98)	(108)	(106)	(116)	(133)
Profits from associates	13	20	15	38	55	53	56	59	61
Minority interests	(9)	(8)	(5)	(7)	(8)	(3)	(3)	(3)	(4)
Net profit	154	223	201	223	287	269	356	386	436
<b>Restated net profit</b>	<b>154</b>	<b>223</b>	<b>201</b>	<b>223</b>	<b>287</b>	<b>269</b>	<b>356</b>	<b>386</b>	<b>436</b>
Change (%)	ns	44,3%	-9,5%	10,5%	29,0%	-6,4%	32,5%	8,4%	13,1%

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 25: Hella – Tableau de flux - €m**

	31/05/11	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
<b>Operating cash flows</b>	<b>391</b>	<b>624</b>	<b>463</b>	<b>535</b>	<b>560</b>	<b>602</b>	<b>722</b>	<b>800</b>	<b>876</b>
Change in working capital	(51)	54	26	(71)	(97)	(28)	(59)	(47)	(55)
Capex, net	(350)	(423)	(541)	(516)	(498)	(561)	(589)	(618)	(649)
Financial investments, net	(3)	(20)	0	(0)	(0)	0	0	0	0
Dividends	(22)	(40)	(61)	(55)	(59)	(87)	(86)	(107)	(116)
Other	(50)	(8)	186	218	(37)	27	2	2	2
<b>Net debt</b>	<b>415</b>	<b>299</b>	<b>415</b>	<b>425</b>	<b>131</b>	<b>238</b>	<b>189</b>	<b>113</b>	<b>0</b>
<b>Free Cash flow</b>	<b>0</b>	<b>206</b>	<b>(78)</b>	<b>19</b>	<b>62</b>	<b>42</b>	<b>132</b>	<b>181</b>	<b>227</b>

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Hella

**Fig. 26: Hella – Bilan - €m**

Balance Sheet (EURm)	31/05/11	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
Tangible fixed assets	951	1 093	1 324	1 430	1 612	1 698	1 800	1 900	1 996
Intangibles assets	186	234	242	127	393	447	499	548	597
Cash & equivalents	296	430	477	637	603	585	634	710	823
current assets	1 613	1 783	2 059	2 412	2 636	2 635	2 768	2 924	3 127
Other assets	(120)	(224)	(179)	(148)	(327)	(370)	(406)	(471)	(571)
<b>Total assets</b>	<b>2 926</b>	<b>3 315</b>	<b>3 922</b>	<b>4 459</b>	<b>4 917</b>	<b>4 995</b>	<b>5 294</b>	<b>5 611</b>	<b>5 971</b>
L & ST Debt	771	771	1 100	1 418	1 139	1 152	1 152	1 152	1 152
Others liabilities	1 233	1 479	1 614	1 699	1 868	1 865	1 892	1 928	1 966
Shareholders' funds	889	1 027	1 179	1 312	1 880	1 973	2 243	2 522	2 842
<b>Total Liabilities</b>	<b>2 926</b>	<b>3 315</b>	<b>3 922</b>	<b>4 459</b>	<b>4 917</b>	<b>4 995</b>	<b>5 294</b>	<b>5 611</b>	<b>5 971</b>
<b>Capital employed</b>	<b>2 148</b>	<b>2 292</b>	<b>2 759</b>	<b>2 759</b>	<b>3 121</b>	<b>3 622</b>	<b>3 653</b>	<b>3 873</b>	<b>4 074</b>

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 27: Hella – Ratios - %**

	31/05/11	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
<b>Operating margin</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,4%</b>
Tax rate	28,4%	24,8%	22,4%	25,7%	24,9%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Net margin	3,5%	4,6%	4,0%	4,2%	4,9%	4,2%	5,4%	5,6%	6,0%
ROE (after tax)	17,4%	21,7%	17,1%	17,0%	15,3%	13,6%	15,9%	15,3%	15,3%
<b>ROCE (after tax)</b>	<b>12,7%</b>	<b>15,4%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>14,0%</b>
Gearing	45%	32%	52%	58%	28%	29%	23%	17%	12%
Pay-out ratio	0,0%	0,0%	50,2%	24,7%	29,8%	31,9%	30,0%	30,0%	30,0%
Number of shares, diluted	100	100	100	100	111	111	111	111	111

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 28: Hella - Données par action - €**

Data per Share (EUR)	31/05/11	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
<b>EPS</b>	<b>1,54</b>	<b>2,23</b>	<b>2,01</b>	<b>2,23</b>	<b>2,58</b>	<b>2,42</b>	<b>3,20</b>	<b>3,47</b>	<b>3,93</b>
Restated EPS	1,54	2,23	2,01	2,23	2,58	2,42	3,20	3,47	3,93
% change	ns	44,3%	-9,5%	10,5%	16,1%	-6,4%	32,5%	8,4%	13,1%
EPS bef. GDW	1,54	2,23	2,01	2,23	2,58	2,42	3,20	3,47	3,93
BVPS	8,89	10,27	11,79	13,12	16,92	17,76	20,19	22,70	25,58
Operating cash flows	3,9	6,2	4,6	5,3	5,0	5,4	6,5	7,2	7,9
FCF	0,0	2,1	-0,8	0,2	0,6	0,4	1,2	1,6	2,0
<b>Net dividend</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,01</b>	<b>0,55</b>	<b>0,77</b>	<b>0,77</b>	<b>0,96</b>	<b>1,04</b>	<b>1,18</b>

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 29: Hella - Valorisation - €m**

	31/05/12	31/05/13	31/05/14	31/05/15	31/05/16	31/05/17e	31/05/18e	31/05/19e
<b>Market capitalization</b>	-	-	<b>3 185</b>	<b>4 497</b>	<b>4 074</b>	<b>4 074</b>	<b>4 074</b>	<b>4 074</b>
Net debt	-	-	425	131	238	189	113	0
Pensions	-	-	197	242	243	243	243	243
Minorities	-	-	94	118	47	48	49	50
Financial assets	-	-	200	445	412	456	490	526
<b>EV</b>	-	-	<b>3 701</b>	<b>4 544</b>	<b>4 190</b>	<b>4 099</b>	<b>3 989</b>	<b>3 841</b>
EV/Sales	-	-	69%	78%	66%	62%	57%	53%
EV/EBITDA	-	-	5,6x	5,9x	5,1x	4,7x	4,2x	3,7x
<b>EV/EBIT</b>	-	-	<b>12,1x</b>	<b>12,1x</b>	<b>11,4x</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,1x</b>
P/E	-	-	16,5x	14,2x	15,2x	11,5x	10,6x	9,3x
<b>Dividend Yield (%)</b>	-	-	<b>1,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,2%</b>

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

## 9. Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Valeo** et **Plastic Omnium**, nous valorisons **Hella** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples venant des comparables**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (*trois FV venant de la valorisation par multiple et une FV venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacune des méthodes*) implique une FV de **€45** par action, ce qui implique **+22%** de potentiel par rapport au dernier cours (€36,7).

Comme pour les autres équipementiers automobiles, nous avons décidé de **surpondérer le poids de la valorisation par multiple (75% de la FV) au détriment de la valorisation par DCF (25%)** afin de refléter la cyclicité du segment et de l'industrie et la forte volatilité sur le secteur.

Nous initions donc sur Hella à l'achat.

**Fig. 30: Hella – FV @ €45**

Hella - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) – 25%	75%	41,2 €
EV/EBIT (2016-25) – 25%	10,5x	42,8 €
P/E (2016-25) – 25%	14,1x	43,4 €
DCF model (2026-25) – 25%	-	51,3 €
o/w WACC	7,4%	
o/w LTG	2,5%	
o/w Average EBIT margin	7,1%	
o/w LT EBIT margin	7,0%	
<b>Implied FV</b>		<b>45,0 €</b>
Current price		36,7 €
Upside		22,0%

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

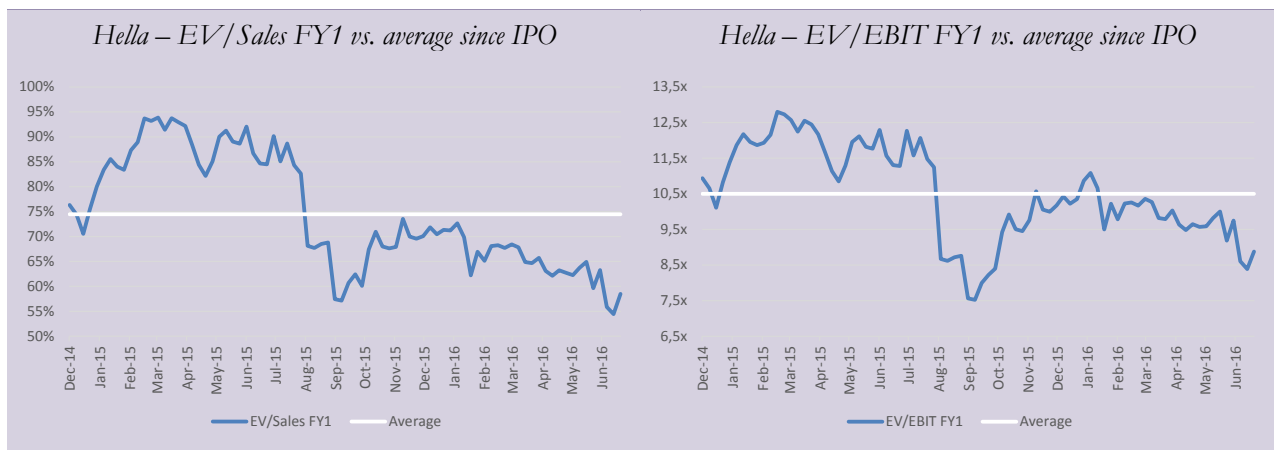
## 9.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Hella**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2017-2026 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€41,2**, **€42,8** et **€43,5** de FV.

Nous utilisons les multiples suivants :

- **Multiple EV/CA de 75%** en ligne avec la moyenne historique depuis l'IPO du groupe
- **Multiple EV/EBIT de 10,5x** en ligne avec la moyenne historique depuis l'IPO du groupe
- **Un multiple P/E de 14,1x** en ligne avec la moyenne historique depuis l'IPO du groupe

**Fig. 31: Hella multiples implicites EV/CA & EV/EBIT depuis IPO**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.



## 9.2. Valorisation par DCF

Nous valorisons également Hella à travers un modèle DCF, basé sur les estimations suivantes:

- un WACC à 7,4%
- un taux de croissance à l'infini de 2,5%, impliquant une légère surperformance de Hella par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs) moyenne de 7,1% et une marge à l'infini de 7%.

**Fig. 32: Hella – Estimations DCF - €m**

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Perpetuity
<b>Revenues - Core business</b>	<b>6 611</b>	<b>6 940</b>	<b>7 288</b>	<b>7 656</b>	<b>8 047</b>	<b>8 328</b>	<b>8 621</b>	<b>8 927</b>	<b>9 246</b>	<b>9 579</b>	<b>9 477</b>
Revenue Growth Rate	-	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	2,5%
Operating Margin	6,8%	6,9%	7,4%	7,4%	7,4%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,0%
<b>EBIT (excluding JVs &amp; Associates, with restr. Charges)</b>	<b>447</b>	<b>480</b>	<b>538</b>	<b>566</b>	<b>595</b>	<b>648</b>	<b>671</b>	<b>695</b>	<b>720</b>	<b>746</b>	<b>663</b>
Adjustment for provisions	1,1	3,3	3,5	3,7	3,9	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,1
(-) Taxes on EBIT	(116)	(125)	(140)	(147)	(155)	(168)	(174)	(181)	(187)	(194)	(172)
(+/-) Movements in working capital	(59)	(47)	(55)	(54)	(58)	(37)	(43)	(45)	(47)	(49)	(49)
(+) Depreciation and amortization	428	464	498	537	578	605	631	670	694	720	845
(-) Capital Expenditures	(510)	(535)	(562)	(590)	(621)	(642)	(665)	(688)	(713)	(739)	(731)
(-) Intangibles	(79)	(83)	(87)	(92)	(97)	(100)	(103)	(107)	(111)	(115)	(114)
Free Cash Flow	112	157	196	222	247	308	320	347	360	373	
<b>Present Value of Free Cash Flow</b>	<b>104</b>	<b>136</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>171</b>	<b>199</b>	<b>192</b>	<b>194</b>	<b>187</b>	<b>180</b>	

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 33: Hella – DCF @ €51**

<b>Valuation</b>	
PV of Free Cash Flows	1 699
PV of Terminal Value	4 118
<b>EV implied - EURm</b>	<b>5 817</b>
- Net financial debt (N-1) - EURm	238
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	243
- Minority Interest value - EURm	47
+ Financial assets - EURm	412
<b>Value of Equity</b>	<b>5 701</b>
<b>Value of Equity per share</b>	<b>51.3€</b>
Price	36.7€
Upside/Downside	36.4%

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

## 10. Hella – SWOT

**Fig. 34: Hella – analyse SWOT**

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un positionnement produit en ligne avec les tendances « long-terme » du marché</li> <li>• Forte expertise sur le marché des lampes extérieures (<i>Xénon, LED, OLED...</i>) – Leader sur le marché des LED en Europe</li> <li>• De récentes acquisitions <b>très technologiques et relatives</b></li> <li>• Bon <i>track-record</i> de surperformance du marché automobile mondial (+5% en moyenne)</li> <li>• Une faible exposition à l'Europe et une forte exposition aux constructeurs allemands</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Très <b>faible part de marché</b> dans le marché mondial de l'électronique automobile (1%)</li> <li>• Faible marge opérationnelle sur le <b>marché du remplacement</b> (6% de marge d'EBIT), dilutif par rapport à la moyenne du groupe</li> <li>• Niveau de <b>dépenses en R&amp;D beaucoup trop élevé</b> (10% du CA) notamment par rapport au concurrent, pénalisant la marge opérationnelle du groupe</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un durcissement plus rapide que prévu sur les <b>émissions de CO<sub>2</sub> et de NOx</b></li> <li>• Une amélioration de la marge opérationnelle grâce à un contrôle plus strict des <b>dépenses en R&amp;D</b></li> <li>• La forte exposition du groupe en <b>Asie</b> (27% du CA) pourrait devenir un atout considérable en cas d'accélération forte du marché chinois notamment</li> <li>• Développement du <b>véhicule autonome</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risque de conflit avec un fournisseur, risque de faillite d'un fournisseur</li> <li>• Une évolution défavorable des prix des matières premières au détriment des agriculteurs et donc du marché des véhicules agricoles</li> <li>• Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales</li> </ul>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

# 11. Hella en bref

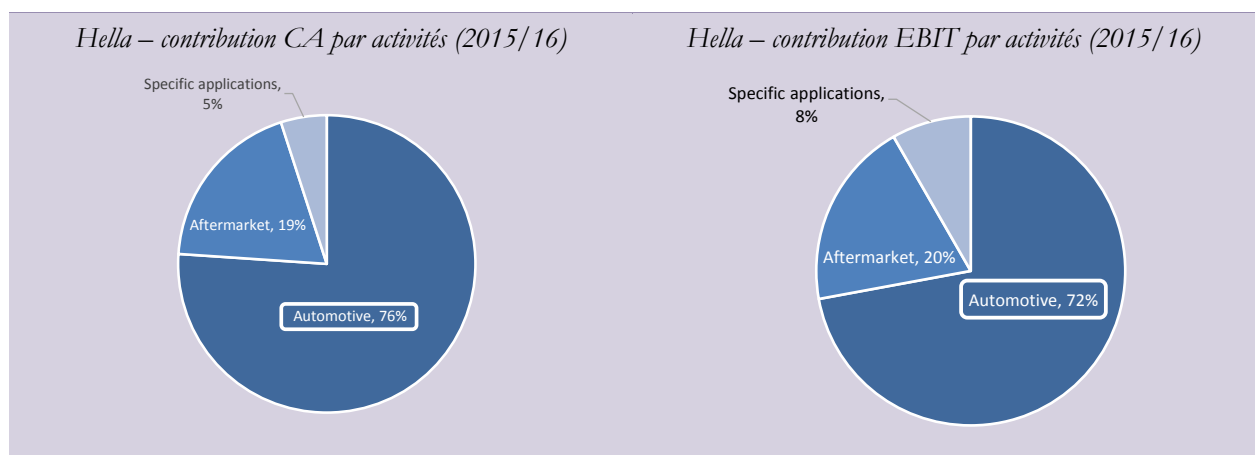
## 11.1. Un peu d'histoire

Le groupe **Hella**, créé en **1899** sous le nom *Westfälische Metall-Industrie Aktien-Gesellschaft* avant d'être renommé *Hella* puis *Hella KGaA Hueck & Co* en 1986, a su se faire une place parmi les grands noms des équipementiers automobiles allemands cotés en Bourse (*Continental, BASF, ThyssenKrupp, Schaeffler, Hella KGaA Hueck & Co, Leoni*). L'**internationalisation** du groupe a été lancée dès les années 1960 avec un axe de développement essentiellement tourné vers l'Europe ainsi que l'Asie, un accès au marché asiatique rendu possible via la signature de **JVs** en Chine et en Corée du Sud. Sa cotation sur le Frankfurt Stock Exchange est récente et remonte à novembre **2014**, avec un prix d'introduction de **€26,5**, valorisant l'entreprise aux alentours de **€2,6Mdr** (*capitalisation boursière*). Aujourd'hui le groupe est valorisé **€4Md** et le flottant est de **27%**. Avec un chiffre d'affaires de **€6.3Md** à fin de l'exercice 2015-2016 (*clôture des comptes en mai*), Hella figure à la **35<sup>e</sup> place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles, derrière Faurecia (*7<sup>e</sup> place*) et Valeo (*11<sup>e</sup> place*) mais devant Plastic Omnium (*40<sup>e</sup> place*). Bien qu'historiquement focalisé sur le secteur automobile, avec un savoir-faire reconnu en matière de **systèmes d'éclairages**, le groupe a récemment entrepris d'appliquer ses compétences en la matière pour répondre aux besoins de clients industriels hors automobile avec sa filiale *Hella Industries*.

## 11.2. Un portefeuille centré sur l'industrie automobile

Présent sur le marché de la **première monte (76% du CA 2015/16)** ainsi que sur le marché du **remplacement (19% du CA 2015/16)**, Hella a développé une réelle expertise autour de **deux métiers** phares sur l'industrie automobile: **1/les systèmes d'éclairage**, qu'ils soient d'intérieurs ou d'extérieurs; et **2/ les systèmes électroniques** (*composants, sécurité, énergie...*) destinés à réduire les émissions de CO<sub>2</sub> et améliorer la consommation d'essence tout en accroissant la sécurité et le confort du conducteur et passagers. Ces deux métiers alimentent les trois pôles du groupe: pôle «**Automobile de 1<sup>ère</sup> monte**», pôle «**Automobile de remplacement**» et pôle «**Applications spécifiques**», répondant ainsi aux besoins des constructeurs, des particuliers, garagistes et industriels étrangers au secteur automobile. Hella tire ainsi une part conséquente de ses revenus du secteur automobile (>95%) sachant que le pôle des applications spécifiques concerne également des activités liées à l'automobile (*bus, camions*).

**Fig. 35: La prépondérance des activités automobiles**



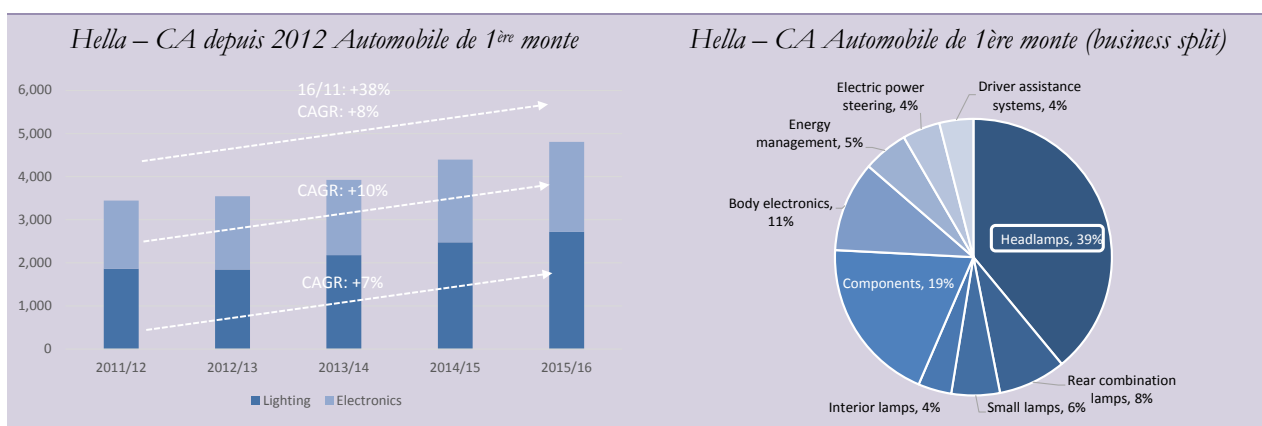
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

### 11.2.1. Le pôle « Automobile de 1<sup>ère</sup> monte » – 76% du CA – 72% EBIT

Le pôle «**Automobile de 1<sup>ère</sup> monte**» chez Hella développe et fabrique des systèmes et composants assurant la gestion de l'énergie, la visibilité, le confort dans l'habitacle ainsi que l'assistance à la conduite. **Hella est numéro quatre** sur les marchés des systèmes d'éclairage avec **€2,7Md** de chiffre d'affaires, derrière **Koito, Valeo** et **Magnetti Marelli** et **numéro quatre** sur le marché des systèmes électroniques avec **€2,1Md** de chiffre d'affaires.

Ce pôle se répartit en **deux groupes de produits**: **1/ les systèmes d'éclairage** (*phares avant, phares arrière, éclairages d'intérieur, systèmes électroniques d'éclairage*) où Hella a su se hisser au 1<sup>er</sup> rang européen sur les phares **avant LED** en développant des technologies d'éclairage concernant à la fois l'intérieur et l'extérieur du véhicule et en mettant l'accent sur la faible consommation de ses systèmes d'éclairage; **2/ les systèmes électroniques** (*composants électroniques, gestion énergétique, systèmes d'assistance à la conduite, détecteurs, systèmes de direction*) destinés à alléger les véhicules tout en accompagnant la tendance actuelle vers plus de voiture autonome. On observe que sur les quatre dernières années la croissance sur le segment automobile a principalement été tirée par le **Lighting** (*TCAM de +10% sur la période 2011/12 – 2015/16 contre seulement +7% pour l'Electronics*), grâce notamment au renforcement du marché LED dans ce marché.

**Fig. 36: CA – Hella – Automobile de 1<sup>ère</sup> monte (€m)**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Le développement de ce pôle se construira autour de trois axes majeurs, à savoir la **règlementation**, la **voiture autonome** et la **Chine**. Quelles soient européennes ou américaines, les réglementations se durcissent sur les émissions de CO<sub>2</sub> et la tendance devrait se poursuivre d'ici 2025 avec un objectif de **103g/km** aux Etats-Unis (*contre 180g/km en 2015*) et **80g/km** dans l'Union européenne (*contre 139g/km en 2015*). Une réduction possible notamment via l'installation de **phares LED** requérant moins d'espace et consommant moins d'énergie, le faible taux de pénétration de cette technologie dans le parc en circulation (*environ 2%*) laisse Hella optimiste quant à son potentiel de développement. Les composants électroniques sont également des outils permettant de répondre aux nouveaux cadres réglementaires (*plus de sécurité, moins d'émissions de CO<sub>2</sub> et moins de consommation de carburant*) or ces mêmes composants électroniques ne représentaient que **30%** du coût de production d'une voiture en 2010. Hella s'attend donc à ce que cette part atteigne les **50%** d'ici 2030.

L'essor du véhicule autonome et la demande qui émerge pour ces produits (*+19,2% d'ici 2019 selon Hella*) forcent les constructeurs à y répondre en engageant des efforts de R&D considérables. Une **tendance à « l'outsourcing »** favorable aux équipementiers d'une manière générale et notamment à

Hella qui a déjà développé une **forte expertise sur les systèmes d'aide à la conduite et systèmes de sécurité**. Enfin la Chine est au cœur de l'attention du groupe qui y a noué pas moins de **7 JVs** depuis les années 1990 afin de renforcer ses positions sur place. Aujourd'hui nous estimons que la Chine représente **15%** du CA du groupe.

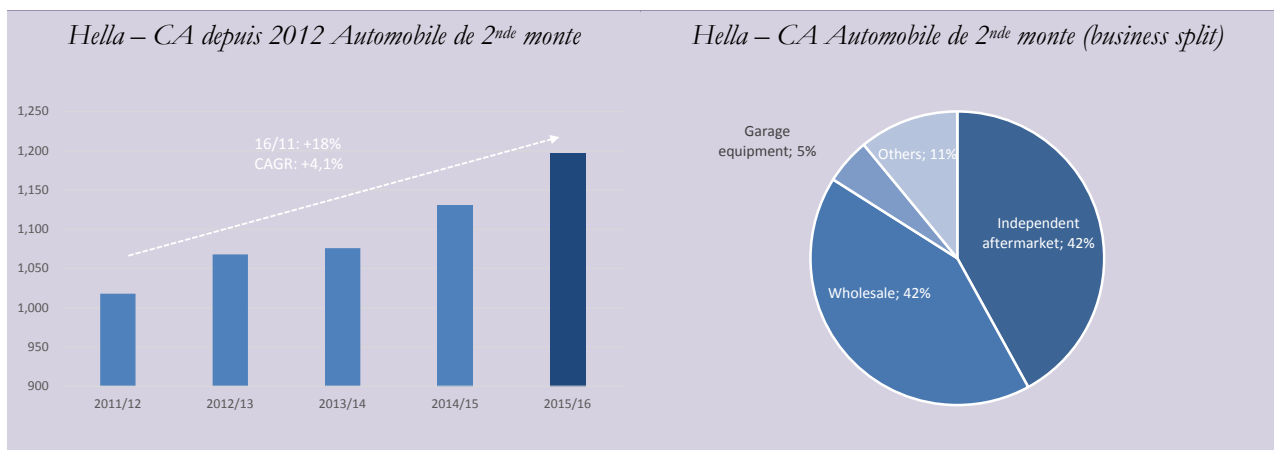
Sur ce segment nous estimons la marge opérationnelle à **5,5%** en 2015/16, légèrement inférieure à la moyenne du groupe (**5,8%**).

### 11.2.2. Le pôle «Automobile de 2<sup>nd</sup>e monte» – 19% du CA – 20% EBIT

A travers son pôle «**Automobile de 2<sup>nd</sup>e monte**», Hella propose des pièces et accessoires de remplacement pour particuliers, grossistes et garages ainsi que des services connexes à des professionnels du secteur de la réparation et de l'entretien tels que les garages et concessionnaires. Cette activité a généré **€1,2Md** de chiffre d'affaires en 2015/16, en croissance de **18%** par rapport à 2011/12.

Ce pôle se décompose en trois sous-segments: **1/ la vente au détail** (*pièces détachées de rechange, accessoires, outils, services techniques, support aux ventes*) pour **42%** des revenus du pôle, répondant essentiellement aux besoins de concessionnaires indépendants, garagistes voire particuliers; **2/ la vente de gros** (*pièces détachées, outils, services de logistique*) destinée aux grossistes et aux constructeurs et concentrant **42%** du chiffre d'affaires du pôle; **3/ les équipements pour garages** (*outils de diagnostic, plateforme en ligne agrégeant des données véhicules ainsi que des processus de réparation par modèle, outils, batteries*) captant **5%** de l'activité du pôle et étant spécialement dédiés aux garagistes.

**Fig. 37: CA – Hella – Automobile de 2<sup>nd</sup>e monte (€m)**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe entend bien profiter de l'actuelle **reprise du marché de la réparation et des pièces détachées**, bénéficiant directement du **vieillessement du parc automobile** en circulation depuis 2007 (+15% à 9,7 ans en Europe). De surcroît, la **digitalisation** amorcée avec l'arrivée de nouveaux canaux et interfaces forcent les garagistes et concessionnaires à s'adapter et investir d'avantage dans les nouvelles technologies liées notamment au *Big Data*. Les clients ont désormais la capacité de comparer les offres des différents professionnels et se tournent davantage vers les acteurs proposant des offres globales et des services connectés. Or Hella fonde ses produits et services de 2<sup>nd</sup>e monte sur ses principes à travers ses plateformes Big Data de diagnostic et processus de réparation par modèle.

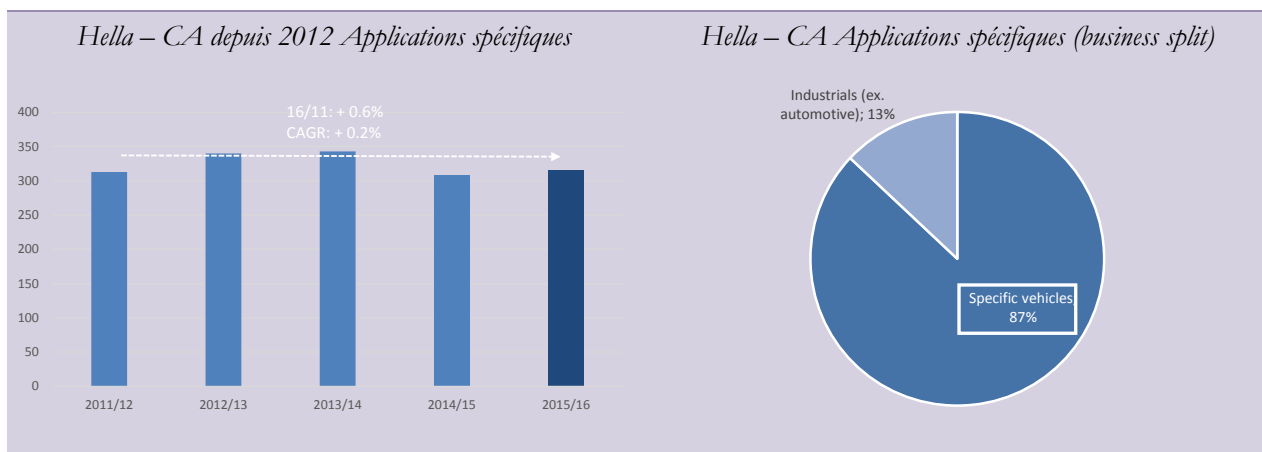
Sur ce segment nous estimons la marge opérationnelle à **6%** en 2015/16, légèrement supérieure à la moyenne du groupe (5,8%).

### 11.2.3. Le pôle «Applications spécifiques» – 5% du CA – 8% EBIT

Ce dernier pôle nommé «**Applications spécifiques**» concerne tant le secteur automobile qu'industriel et reprend les compétences cœur que Hella a su mettre en avant sur les véhicules légers, c'est-à-dire les systèmes d'éclairage et électroniques. Le groupe a généré **€315m** de chiffre d'affaires pour l'année 2015/16 via cette activité complémentaire, en ligne avec le chiffre d'affaire de 2011/12.

Sur ce marché de spécialité, Hella transpose son savoir-faire automobile sur des **véhicules plus spécifiques** (*bus, camions, vans, engins agricoles et engins de construction*) et propose donc des systèmes d'éclairage et systèmes électroniques similaires à ceux composant le portefeuille produits du pôle «Automobile de 1<sup>ère</sup> monte». Représentant **87%** des revenus du pôle, l'activité automobile reste indéniablement le cœur de métier de Hella. Les applications spécifiques destinées aux **autres industriels hors automobile** restent donc mineures avec seulement **13%** du chiffre d'affaires du pôle et **0,7%** du chiffre d'affaires total du groupe. Il s'agit avant tout d'éclairages urbains, industriels, de locaux commerciaux et de systèmes lumineux implantés sur les pistes d'atterrissage des aéroports.

**Fig. 38: CA – Hella – Applications spécifiques (€m)**



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Ici encore, le groupe table sur une forte accélération du taux de pénétration de la **technologie LED** parmi les systèmes d'éclairage installés dans les complexes industriels, infrastructures urbaines et aéroportuaires (*dans un souci d'économie d'énergie*). Récemment impacté par le ralentissement du secteur agricole (avec un Food Price Index et le Cereals Price Index à respectivement 155 et 163 touchant des plus bas historiques depuis la crise de 2007), client significatif de l'industrie hors automobile, ce segment offre potentiellement au groupe un **effet de rattrapage** des cours à moyen terme et de facto un élan dans les investissements d'engins agricoles.

Sur ce segment nous estimons la marge opérationnelle à **9,7%** en 2015/16, supérieure à la moyenne du groupe (5,8%).

INDEPENDENT RESEARCH

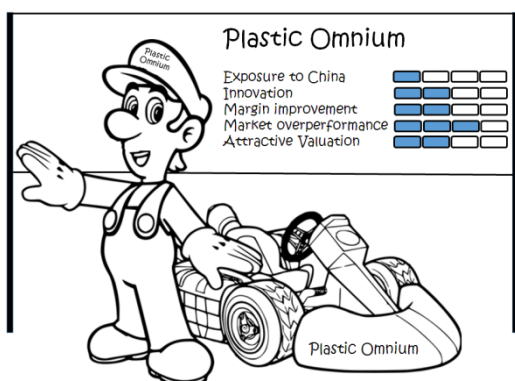
14 septembre 2016

Industrie Automobile

Bloomberg	POM.FP
Reuters	PLOF.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	31,2 / 20,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	4 362
Valeur d'Entreprise	4 840
Volume moyen 6 mois (000 actions)	188,6
Flottant	38,7%
TMVA BPA (3 ans)	20,8%
Gearing (12/15)	21%
Rendement (12/16e)	1,85%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	5 010	5 813	6 878	7 310
EBIT (MEUR)	470,00	533,28	630,64	701,56
BPA Publié (EUR)	1,68	2,12	2,62	2,97
BPA dilué (EUR)	1,68	2,12	2,62	2,97
EV/CA	0,86x	0,83x	0,65x	0,58x
EV/EBITDA	6,2x	6,2x	4,5x	4,0x
EV/EBIT	9,2x	9,1x	7,1x	6,1x
P/E	17,0x	13,5x	10,9x	9,6x
ROCE	20,0	15,7	19,0	20,0

Cours et données arrêtés le 9 septembre



# Plastic Omnium


Dans la cour des grands

Fair Value 36EUR (cours 28,61EUR)

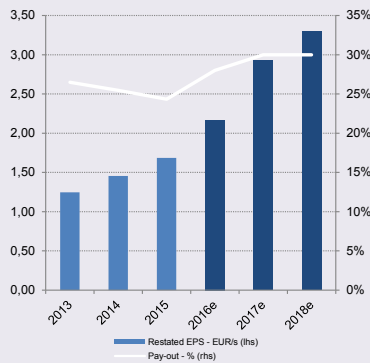
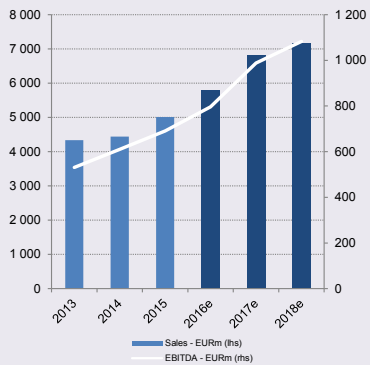
**ACHAT**  
Initiation de couvert

Autrefois très français, peu exposé aux constructeurs « premium » et faiblement rentable, le nouveau Plastic Omnium est désormais sur le point de consolider sa position de leader mondial sur le segment des pare-chocs et modules plastiques grâce à l'acquisition de FAE, tout en rentrant dans le cercle très fermé des équipementiers générant des marges proches de 10%. Achat, avec une FV à €36.

- **En avance sur le plan 2019 grâce à Faurecia:** Grâce à l'acquisition du segment « extérieur » de Faurecia, **FAE** (*pare-chocs et modules en plastique*), le groupe devient leader sur ce marché en Europe et **conforte sa position de n°1 au niveau mondial avec une part de marché de 15%** (*contre 11% avant*), trois ans en avance par rapport à son plan initial basé sur de la croissance organique. Le groupe est désormais leader sur ces trois marchés de prédilection : *pare-chocs, modules-avant et réservoir carburants en plastique*.
- **A la conquête d'une marge opérationnelle à plus de 10 % ?** Bien que l'intégration des activités de Faurecia devrait avoir un impact à court terme dilutif sur la marge du groupe (*-90/100pb*) nous estimons qu'un retour (*marge >10% publiée au H1-16*) vers les **9-10%** est possible dès **2018-19** grâce **aux synergies et aux gains de productivité** liées à l'acquisition, mais également grâce au déploiement de **nouveaux produits innovants, à plus forte valeur ajoutée** (*SCR, DINOx, pièces en composites...*). Le groupe devrait ainsi rentrer dans le cercle très fermé des équipementiers générant des marges proches de 10%.
- **Le potentiel de croissance reste conséquent:** Malgré la très bonne performance du titre depuis son point bas début 2009 (*titre multiplié par 48x contre seulement 3,2x pour l'indice SXAP*) le potentiel de croissance nous semble au cours actuel encore attractif (*>25%*). Le consensus 2017-18 n'a pas encore totalement intégré l'acquisition de **FAE**, et nous semble encore trop bas au niveau de l'EBIT et du résultat net (*-7%*), **rendant la valorisation attractive** (*-19% contre multiples historiques*). Nous initions la couverture sur le titre à **l'Achat**, avec une **FV à €36**.

	<b>Analyst:</b>	<b>Research Assistant:</b>
	Xavier Caroen	Clément Genelot
	33(0) 1.56.68.75.18	
	xcaroen@bryangarnier.com	

Plastic Omnium



Activités

Plastic Omnium est le leader mondial des pièces et modules de carrosserie et des systèmes à carburant pour l'automobile, ainsi que le leader mondial des conteneurs à déchets destinés aux collectivités locales et aux entreprises. Le Groupe et ses coentreprises emploient plus de 32 000 personnes dans 136 usines, 22 centres de R&D et 30 pays dans le monde et vient de renforcer sa position de n°1 sur les pare-chocs avec l'acquisition de l'activité Systèmes Extérieurs Automobiles de Faurecia. Le groupe fait partie du cercle fermé des équipementiers automobiles générant des marges proches de 10%.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	4 335	4 437	5 010	5 813	6 878	7 310
Change (%)	-9,8%	2,4%	12,9%	16,0%	18,3%	6,3%
Adjusted EBITDA	531	610	691	774	982	1 057
EBIT	339	393	470	533	631	702
Change (%)	1,0%	16,1%	19,6%	13,5%	18,3%	11,2%
Financial results	-64,3	-56,2	-53,4	-47,2	-45,3	-43,0
Pre-Tax profits	254	294	338	422	528	598
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-56,9	-64,2	-75,2	-92,8	-122	-137
Profits from associates	31,2	39,3	34,7	38,3	39,0	39,8
Minority interests	-4,3	-4,9	-4,5	-5,2	-6,1	-6,5
Net profit	193	225	259	324	401	454
Restated net profit	193	225	259	324	401	454
Change (%)	11,4%	16,4%	15,0%	25,2%	23,8%	13,2%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	404	409	525	558	742	796
Change in working capital	28,3	-17,0	33,6	2,5	1,7	-8,6
Capex, net	-314	-346	-378	-442	-481	-512
Financial investments, net	10,7	12,1	12,6	-632	200	0,0
Dividends	-37,4	-50,7	-57,4	-60,7	-78,1	-96,6
Other	150	24,2	14,4	2,6	3,1	3,3
Net debt	410	390	268	842	456	266
Free Cash flow	96,6	99,9	203	117	260	284
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	891	1 008	1 149	1 940	1 812	1 906
Intangibles assets	330	352	381	423	481	543
Cash & equivalents	489	535	663	89,6	475	665
current assets	1 443	1 584	1 867	1 448	2 047	2 334
Other assets	366	419	356	1 604	934	792
Total assets	1 809	2 003	2 224	3 052	2 982	3 126
L & ST Debt	990	995	1 031	1 031	1 031	1 031
Others liabilities	1 376	1 521	1 772	1 932	2 153	2 242
Shareholders' funds	870	1 054	1 266	1 513	1 818	2 158
Total Liabilities	3 252	3 588	4 091	4 499	5 029	5 461
Capital employed	1 517	1 696	1 826	2 642	2 555	2 702
<b>Ratios</b>						
Operating margin	7,81	8,86	9,38	9,17	9,17	9,60
Tax rate	22,37	21,82	22,23	22,00	23,00	23,00
Net margin	4,46	5,07	5,16	5,57	5,83	6,21
ROE (after tax)	22,20	21,34	20,42	21,41	22,04	21,03
ROCE (after tax)	17,32	18,12	20,02	15,74	19,01	19,99
Gearing	46,28	36,38	20,82	54,79	24,75	12,15
Pay out ratio	26,50	25,45	24,34	25,00	25,00	25,00
Number of shares, diluted	147	148	148	147	147	147
<b>Data per Share (EUR)</b>						
EPS	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
Restated EPS	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
% change	11,4%	16,6%	15,8%	25,7%	23,8%	13,2%
EPS bef. GDW	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
BVPS	5,76	7,00	8,41	10,15	12,20	14,48
Operating cash flows	2,76	2,77	3,55	3,79	5,03	5,39
FCF	0,66	0,68	1,37	0,79	1,76	1,93
Net dividend	0,33	0,37	0,41	0,53	0,65	0,74

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.



## Sommaire

1. Investment Case.....	138
2. Plastic Omnium en six graphes.....	139
3. Dans la cour des grands.....	140
4. Plastic Omnium, un leader sur le marché du plastique automobile .....	141
4.1. Un leader avant même l'intégration de FAE .....	141
4.1.1. Et une offre tournée vers les modules de systèmes intégrés .....	142
5. En route pour la plus grande acquisition de son histoire... ..	143
5.1. Une opération qui fait du sens pour le groupe.....	143
5.2. Des synergies évidentes au profit de la marge du groupe .....	145
5.3. Un changement de périmètre pas encore entièrement valorisé par le marché .....	146
5.4. Un risque d'exécution .....	147
6. ...pour se renforcer sur un marché du plastique automobile.....	149
6.1. Vers encore plus de plastique dans le véhicule.....	149
6.2. Le composite, la technologie de demain.....	152
6.2.1. Un marché encore de niche... ..	152
6.2.2. ...Sur lequel le groupe veut devenir un expert.....	154
7. Un portefeuille produits axé sur d'autres tendances long-terme.....	156
7.1. Les émissions polluantes, un marché de croissance pour Plastic Omnium, grâce au SCR	156
7.1.1. Des pressions réglementaires accrues .....	156
7.1.2. La prépondérance des systèmes SCR dans la chasse aux émissions polluantes ...	156
7.1.3. Plastic Omnium, bien positionné sur ce marché .....	157
7.1.4. Le couple système SCR-liquide AdBlue est-il déjà obsolète ? .....	160
7.2. Le véhicule hybride, sinon rien .....	161
7.3. Et le véhicule autonome ? .....	162
8. Vers une marge pérenne à 10% ?.....	163
8.1. Une marge au-dessus de la moyenne du secteur au S1-16.....	163
8.2. ...qui devrait perdurer dans le temps malgré l'intégration de FAE.....	163
8.3. ... au profit de la génération de cash et du dividende.....	165
9. Nos estimations .....	166
10. Valorisation.....	169
10.1. Valorisation par les multiples.....	170
10.2. Valorisation par DCF.....	170
11. Plastic Omnium – SWOT .....	172
12. Plastic Omnium en bref .....	173
12.1. Un peu d'histoire .....	173
12.2. Une exposition accrue à l'automobile .....	173
12.2.1. Le pôle "Modules extérieurs" – 44% du CA.....	174
12.2.2. Le pôle "Systèmes à carburant" – 48% du CA .....	175
12.2.3. Le pôle "Environnement" – 8% du CA.....	176
Bryan Garnier stock rating system.....	177

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



**Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :**

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile français **Plastic Omnium** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Autrefois très français, très peu exposé aux constructeurs « premium » et moins rentable, le nouveau Plastic Omnium est désormais sur le point de consolider sa position de leader mondial sur le segment des pare-chocs et modules plastiques grâce à l'acquisition de FAE, tout en rentrant dans le cercle très fermé des équipementiers générant des marges proches de **10%**

*Attractif ou non?*



**Valorisation**

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Valeo** nous valorisons **Plastic Omnium** à travers deux types de méthodes: en utilisant les **multiples sectoriels EV/CA, EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. Nous valorisons ainsi **Plastic Omnium** à **€36** par action, ce qui reflète **>25%** de potentiel sur le dernier cours malgré la bonne performance de la valeur depuis 24 mois.

*Horizon d'investissement?*



**Catalyseurs**

Le groupe fera la première fois son apparition au **salon de l'automobile de Paris en Septembre-Octobre**, évènement qui devrait être à l'origine d'énormément de newsflow pour le secteur. Comme pour le S1-16 le groupe devrait publier un CA T3 le 20 Octobre 2016 en forte croissance organique.

*Valeur ajoutée?*



**Différentiation face au consensus :**

Nos estimations pour 2017 et 2018 sont au niveau de l'EBITDA du groupe, respectivement **10% supérieures**, et au niveau de l'EBIT **7 à 3% supérieures** par rapport au consensus. Nous estimons que le marché n'intègre pas pour l'instant pleinement l'acquisition de FAE.

*Quels risques?*

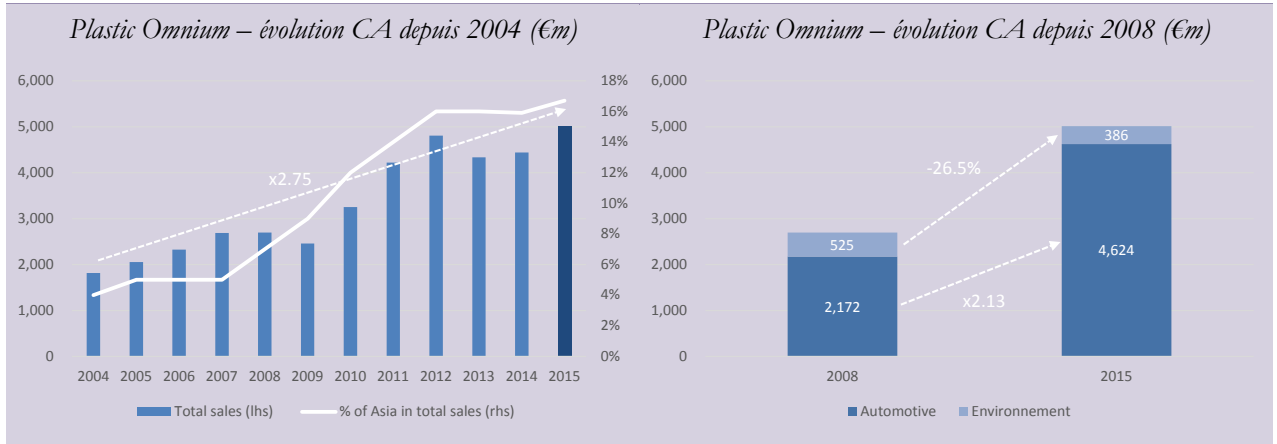


**Risques**

Le cycle automobile est sur le point de ralentir, aussi bien dans les pays matures que dans les pays émergents, et ce ralentissement pourrait être plus important que prévu notamment à cause du **Brexit** et **des tensions internationales**. Comme tout équipementier automobile Plastic Omnium pourrait souffrir d'un **ralentissement rapide de la production automobile**. Un risque d'exécution est également possible avec l'acquisition des activités extérieures de Faurecia, au détriment de la marge du groupe sur le court-terme.

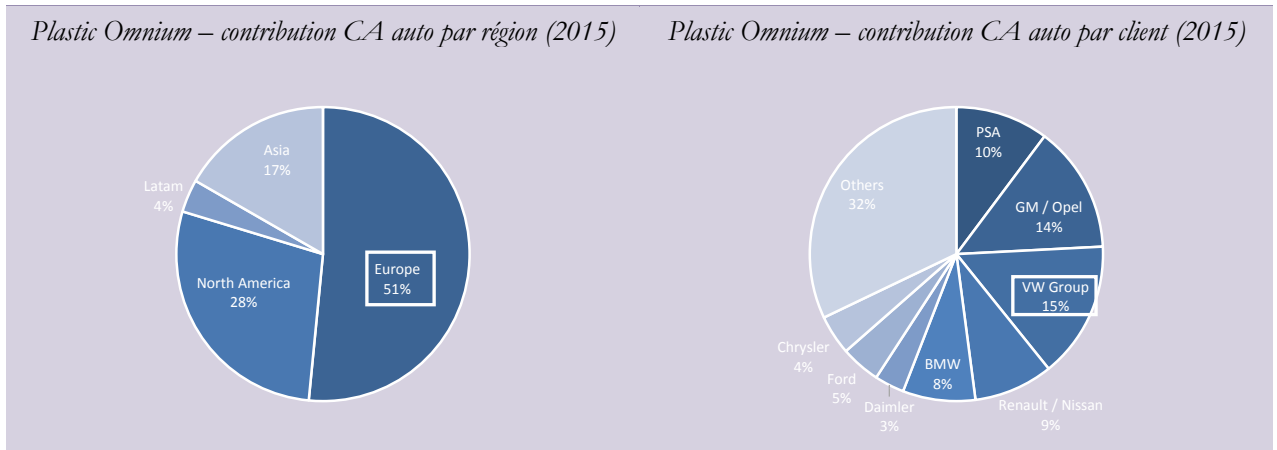
## 2. Plastic Omnium en six graphes

**Fig. 1: Une croissance portée par l'Asie et par le segment automobile**



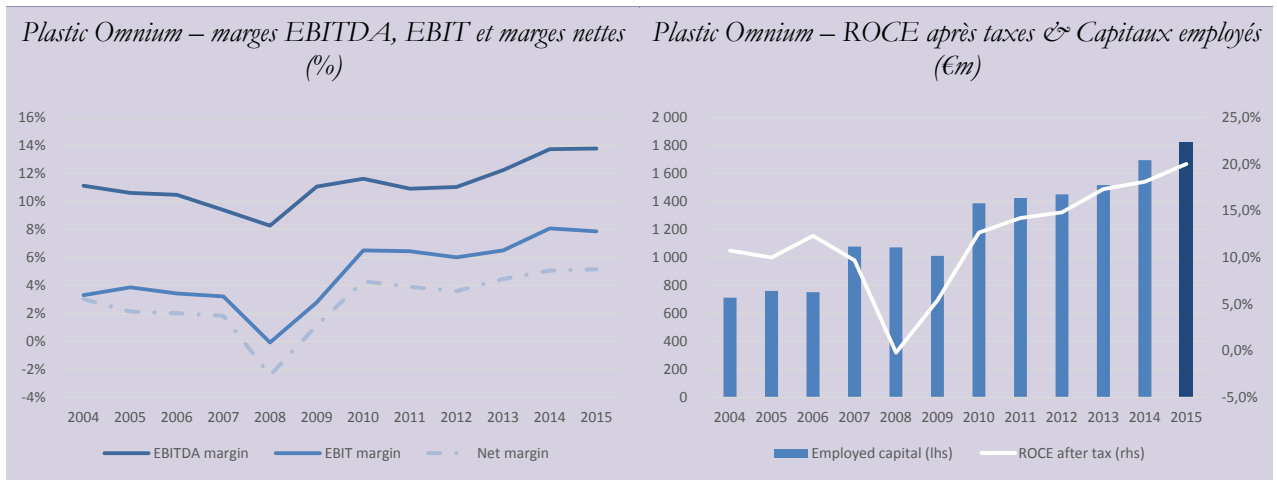
Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: Un groupe très européen et très américain**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests..

**Fig. 3: Une marge opérationnelle qui se rapproche des 10%**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

### 3. Dans la cour des grands

Autrefois très français, très peu exposé aux constructeurs « premium » et faiblement rentable, l'équipementier automobile familial **Plastic Omnium** est sur le point de renforcer sa position de leader mondial sur le marché des pare-chocs, grâce à l'acquisition des activités « Extérieures » de Faurecia (*FAE*), tout en rentrant dans le cercle très fermé des équipementiers générant des marges proches de **10%**.

Cette opération, dilutive à court terme sur la marge opérationnelle du groupe, mais relative sur les BPA **dès 2016** permet au groupe familial (*la famille Burelle détient toujours 57% du capital*) d'atteindre deux ans en avance, son objectif de part de marché de **15%** au niveau mondial sur ce marché des pare-chocs, tout en maintenant sa position de leader sur le marché des modules avant (*à travers sa JV HBPO avec Hella et Behr*) et sur le marché des réservoirs à carburant.

Avec un TCAM sur son **CA** et sur son **résultat opérationnel** de respectivement **8%** et **21%**, entre 2007 et 2015, Plastic Omnium a surperformé le secteur automobile mondial (*TCAM de 3%*), mais également ses principaux concurrents (*Faurecia; Magna et Kautex*). Cette surperformance a été possible grâce notamment à un déploiement conséquent d'offres innovantes permettant aux constructeurs automobiles d'adresser les contraintes réglementaires liées aux émissions de CO<sub>2</sub> et aux particules de NOx, à travers la réduction du poids du véhicule.

Plastic Omnium, grâce à sa présence historique sur les marchés des pare-chocs, des becquets, des pièces de carrosseries, des ailes, des modules avant ou encore des systèmes à carburant en plastique, répond en effet parfaitement aux besoins des constructeurs qui n'ont d'autres choix que d'optimiser le moteur du véhicule, optimiser les rejets d'émissions polluantes et/ou de réduire le poids du véhicule pour respecter les contraintes **Euro 6 et Euro 7 en Europe** et **ARB Sulev 30 aux Etats-Unis**.

Les récents investissements faits par Plastic Omnium en R&D à travers notamment le renforcement des équipes dans le centre **R&D Sigmatech** (*centre R&D dédié aux modules extérieures*) et l'ouverture du **centre Alphatech** (*centre R&D dédié aux systèmes à carburant*) ont notamment permis au groupe de signer de nouveaux contrats sur des produits innovants (*plancher en composite; poutre de pare-chocs*) avec PSA et Hyundai Motors. Ce déploiement de produits innovants et à forte valeur ajoutée au sein du portefeuille de produit devrait permettre au groupe de générer des **marges opérationnelles de 9-10%** lui permettant de rentrer de façon pérenne dans le cercle très fermé des équipementiers les plus créateurs de valeur.

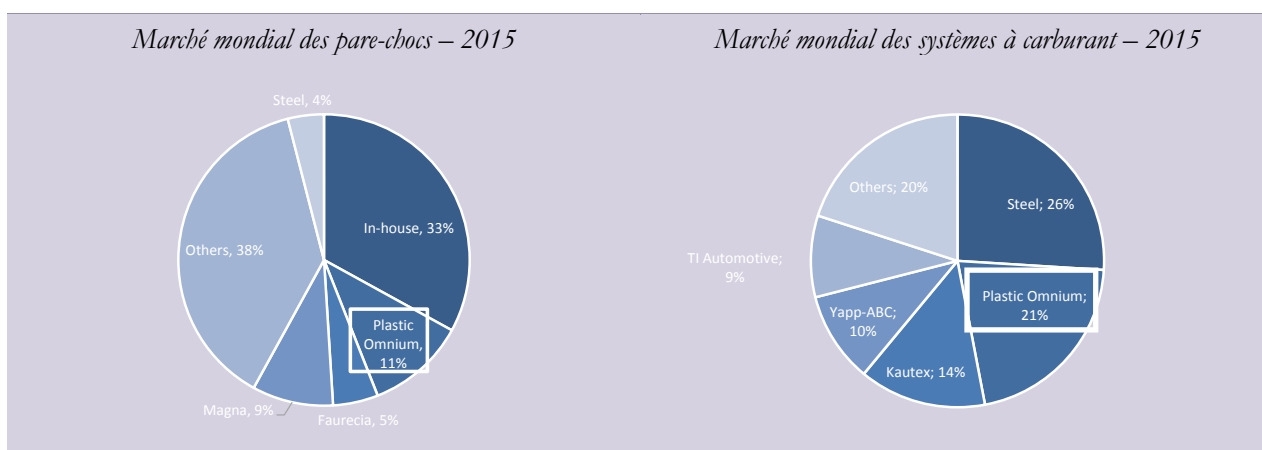
Malgré la très bonne performance du titre depuis son point bas début 2009 (*titre multiplié par 48x contre seulement 3,2x pour l'indice SXAP*) le potentiel de croissance nous semble au cours actuel encore très attractif. Le consensus 2017-18 n'a pas encore totalement intégré l'acquisition de **FAE**, et nous semble encore trop bas au niveau de l'EBIT et du résultat net, **rendant la valorisation très attractive** (*-20% contre multiples historiques*). Nous initions la couverture sur le titre à **P'Achat**, avec une **FV à €36**. Dans notre univers actuel, Plastic Omnium est l'équipementier automobile qui devrait générer le TCAM le plus élevé au niveau des BPA sur la période 2016-20.

## 4. Plastic Omnium, un leader sur le marché du plastique automobile

### 4.1. Un leader avant même l'intégration de FAE

Fort d'un positionnement concurrentiel déjà solide au niveau mondial, que ce soit sur le segment des **pare-chocs** (*n°1 mondial avec 11% de pdm pré-acquisition*) ou sur les **systèmes à carburant** (*n°1 mondial avec 21% de pdm*), Plastic Omnium sortira renforcé de son acquisition des systèmes extérieurs de Faurecia (FAE). Une opération lui permettant notamment d'être en avance de plusieurs années **sur son plan stratégique** en termes de gain de parts de marché sur le marché européen des pare-chocs, en atteignant dès 2016 une part estimée à **15%** (*objectif initialement fixé pour 2019*).

**Fig. 4: Plastic Omnium : un leader mondial dans ses compétences cœur avant même l'intégration de FAE**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

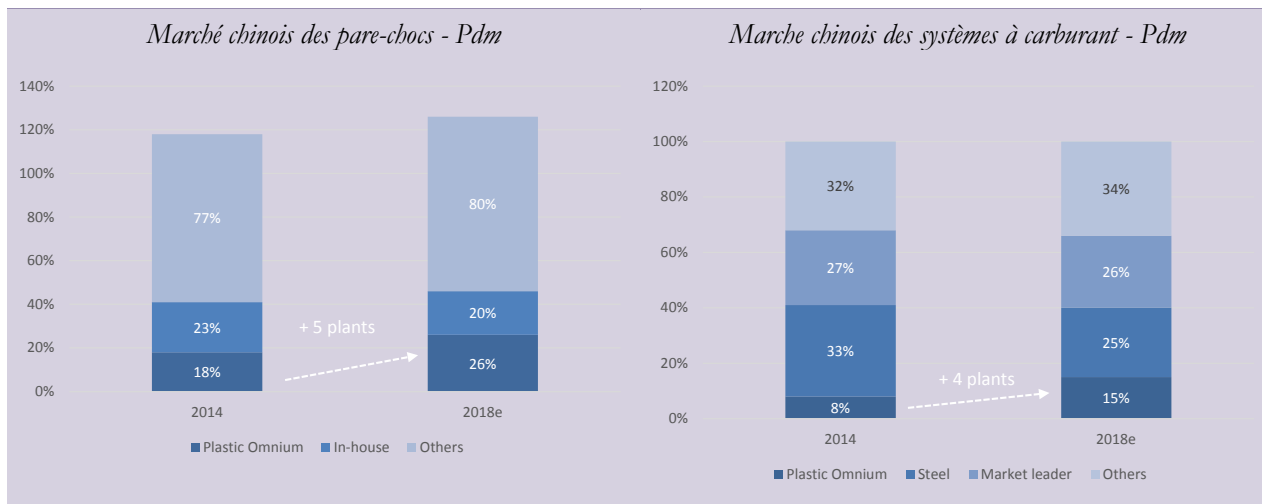
Soucieux de conserver sa position de leader mondial sur ces deux segments, Plastic Omnium ambitionne également d'accroître ses parts de marché à **25%** sur le **marché des systèmes à carburant à horizon 2019**, grâce notamment aux récents contrats signés par le groupe avec de nouveaux constructeurs et grâce à l'ouverture de sites de production supplémentaires.

Depuis l'annonce en 2014 de l'ouverture de **20 sites de production supplémentaires à horizon 2018** (*5 en Amérique du Nord, 3 en Europe et 12 en Asie*), le groupe a tenu le rythme avec déjà 14 usines opérationnelles dont 7 se concentrent sur les pare-chocs et 5 sur les réservoirs et produits associés. Au moins 3 sites supplémentaires seront opérationnels d'ici la fin de l'année 2017 portant le nombre d'usines totales à **126**, contre **120** en 2015 et **94** en 2012.

Parmi les ouvertures de sites prévues depuis 2014, on en compte neuf rien qu'en **Chine**, une région qui fait l'objet d'une attention toute particulière de la part du groupe depuis quelques années, de par sa taille et son potentiel de croissance. Ce renforcement industriel accéléré est destiné à soutenir la captation de parts de marché prévue par le groupe en Chine, un mouvement qui doit assurer la position de **leader** de Plastic Omnium dans le pays sur les pare-chocs et celui de **numéro 2** dans les systèmes à carburant.

Sur place le groupe peut également compter sur sa **JV YFPO** avec l'équipementier chinois **Yangfeng**, dont la spécialité réside dans les pièces extérieures de carrosserie à travers un centre de R&D et 17 usines basées en Chine.

**Fig. 5: Un plan stratégique également tourné vers la Chine**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Fin 2015 la Chine représentait **8,5%** du CA Automobile du groupe contre **6%** en 2011, et a été à l'origine de **11%** de la croissance du CA de ce segment par rapport à 2014.

#### 4.1.1. Et une offre tournée vers les modules de systèmes intégrés

Outre ses produits phares de pare-chocs et de réservoirs, Plastic Omnium a également renforcé sa position sur le marché des **modules de blocs-avant**, à travers son plan d'ouverture d'usines (trois ouvertures ont concerné des sites de production de modules de bloc-avant (*Allemagne pour BMW, Chine pour BBAC et Corée du Sud pour Sangyong*)). Ces modules de blocs-avant ou arrière regroupent une multitude de composants (*pare-choc, phares, suspensions, système de refroidissement du moteur, système d'air conditionné*) pour une **meilleure imbrication de ces éléments, un gain d'espace, de poids et de performance**. La Joint-Venture **HBPO** créée en 2005 avec les équipementiers allemands **Hella** et **Mahle Behr** (*à participation égale de 33%*) et dédiée aux modules de blocs-avant souligne l'engagement de Plastic Omnium sur ce segment de la carrosserie qui gagne en technologie et en valeur. A travers ses 21 sites d'assemblages, la JV a généré un chiffre d'affaires de **€1,7Md** en 2015 (*5,4m de modules vendus*) pour une part de marché estimée à **20%** au niveau mondial. Au vue de la liste des 21 modèles équipés par les produits de HBPO, cette technologie répond à des besoins de différents segments automobiles : **segment A** (*Fiat 500, Kia Picanto*), **segment B** (*Audi A3, Volkswagen Golf*), **SUV** (*Renault Koleos, Volkswagen Touareg*) ou encore **segment D et segment « luxe »** (*Hyundai Equus, Porsche Panamera*).

En tant que véritable **spécialiste du plastique**, Plastic Omnium est aujourd'hui un équipementier incontournable pour les constructeurs automobiles, grâce notamment à ses innovations permettant gains de place et gains de poids.

## 5. En route pour la plus grande acquisition de son histoire...

En décembre 2015, Plastic Omnium annonce la signature d'un accord avec Faurecia dans le cadre du rachat de son **activité modules extérieurs** pour une **valeur d'entreprise de €665m** (*multiples de 7,7x l'EBITDA et 13,3x l'EBIT*). Ce segment qui représentait **moins de 10% du CA de Faurecia** était présent principalement sur le marché européen des pare-chocs, des modules de blocs-avant, mais également des hayons et ailes en plastique pour le compte de clients « premium » allemands.

Bien que le **closing ait été réalisé le 29 juillet 2016**, le périmètre final de l'opération a été modifié par des exigences d'ordre concurrentiel de la part de la **Commission Européenne** et concerne désormais **€1,2Md** de CA estimé pour l'année 2016 pleine, **5 500** employés et **14** usines contre un CA estimé à plus de **€2Md** pour l'entité entière lors de la signature en décembre 2015. Cette opération est ainsi la plus grande acquisition jamais réalisée dans l'histoire du groupe depuis 2010, date à laquelle le groupe a acheté des participations de Solvay dans une JV pour **€330m**.

Cette opération d'ampleur devrait se révéler stratégique pour le groupe, tant en termes d'exposition géographique que de diversification de son portefeuille clients

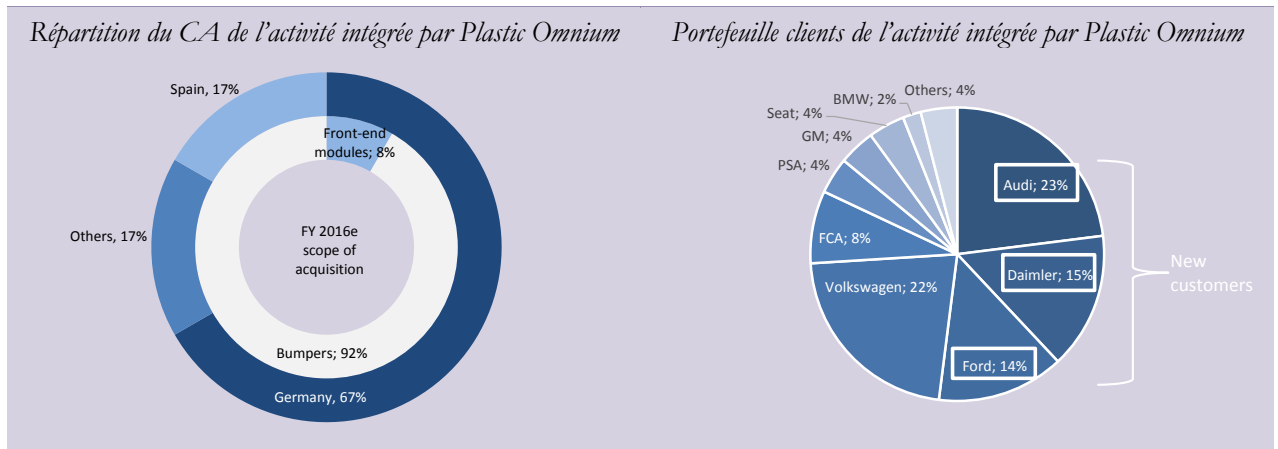
### 5.1. Une opération qui fait du sens pour le groupe

Cette opération d'ampleur devrait se révéler stratégique pour Plastic Omnium tant en termes de **diversification de son portefeuille clients** que de diversification géographique au vu de la complémentarité et des choix de positionnement historiquement divergents de la part des deux équipementiers français de modules extérieurs : **Plastic Omnium et Faurecia**.

Plastic Omnium s'est historiquement développé via l'international, avec des vagues d'acquisitions, de joint-ventures et d'ouverture de pays dès les années 70. Cette stratégie géographique lui a ainsi permis de croître rapidement tout en diversifiant son exposition aux différents marchés automobiles. A fin 2015, **28%** des ventes automobiles du groupe étaient réalisées aux Etats-Unis et **17%** en Asie, propulsant Plastic Omnium parmi les équipementiers automobiles les plus internationalisés. Néanmoins la présence du groupe en Europe a eu tendance à s'éroder, permettant à Faurecia entre autre, d'accroître sa part de marché sur le vieux continent et ainsi de devenir le leader européen des pare-chocs, notamment grâce à une forte présence en Allemagne avec les principaux constructeurs « premium ».

Or l'acquisition des activités modules extérieurs de Faurecia (*dont environ 80% du CA est réalisé en Europe et plus précisément 67% en Allemagne*) est l'opportunité pour Plastic Omnium de **renforcer sa présence et son exposition géographique au marché européen**, région dynamique depuis 2013 parmi les grands pays matures (*immatriculations européennes attendues en croissance de 4,5% en 2016 et 1,5% en 2017 contre 2,4% et 1,4% au niveau mondial*). De surcroît, en récupérant **5 sites de production** situés en Allemagne, Plastic Omnium étend officiellement ses capacités de production à ce pays, puisque le groupe ne disposait jusqu'à alors d'aucune unité de production en Allemagne, sur le segment extérieur (*or JV HBPO*). Un mouvement qui devrait faciliter l'ouverture de nouveaux comptes clients et l'obtention de nouveaux contrats avec des constructeurs qui historiquement performant mieux que le marché mondial, et qui sont plus friands de nouvelles technologies que les clients généralistes.

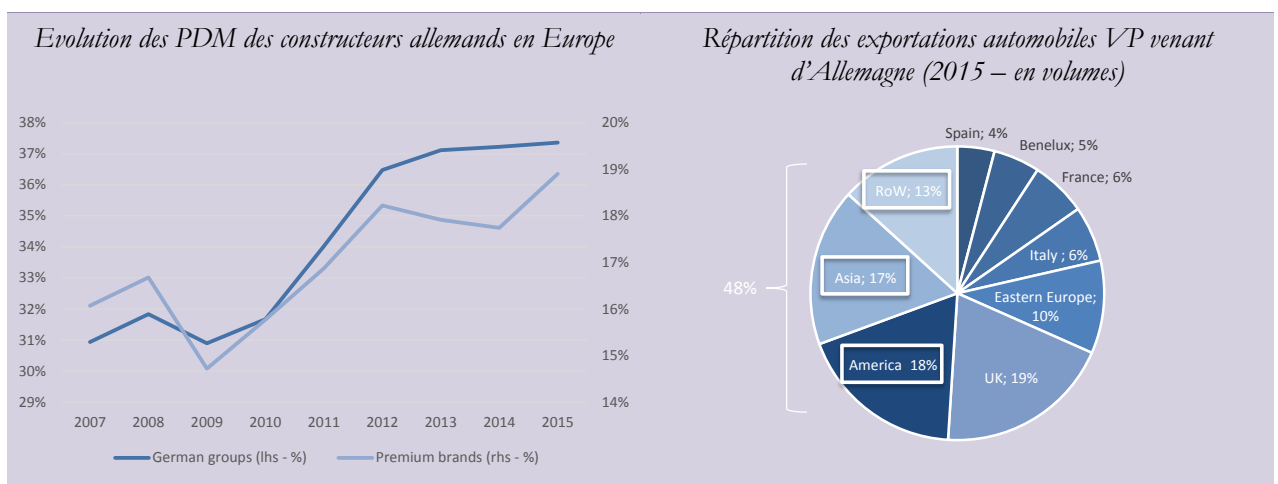
**Fig. 6: L'intégration d'une activité très européenne et destinée au « premium »**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Outre un renforcement en Europe et le développement d'une présence industrielle en Allemagne, Plastic Omnium profite d'un portefeuille clients des modules extérieurs de Faurecia largement tourné vers les **constructeurs « premium »**, qui représentent **40%** du chiffre d'affaires de l'entité rachetée par le groupe, alors que ces constructeurs ne contribuent aujourd'hui qu'à environ **30%** du CA automobile de Plastic Omnium. Ces constructeurs haut de gamme qui était jusqu'alors absents du portefeuille clients de Plastic Omnium sur ce segment, à l'instar de **Audi (23% du CA estimé pour l'année pleine 2016 de la division acquise)** ou **Daimler avec Mercedes (15% de ce même CA)**, devraient ainsi **assurer à l'équipementier lyonnais une volatilité plus faible vis-à-vis du marché automobile mondial, et plus de « pricing power »** dans le sens où les catégories dites « premium » sont plus résilientes aux cycles et moins sujettes aux pressions tarifaires.

**Fig. 7: Le marché allemand, un atout stratégique en Europe pour un équipementier automobile**



Source: VDA; CCFA; Bryan, Garnier & Co ests.



La présence de sites de production sur le territoire allemand se révèle également être un atout de taille dans l'obtention de nouvelles commandes de ces constructeurs haut de gamme.

Les pare-chocs sont en effet des éléments volumineux et fragiles de par leur légèreté, les rendant peu aptes à voyager, c'est pourquoi la majorité des usines concernées s'implantent au plus près de celles des constructeurs.

**L'Allemagne** étant le pays membre de l'**ACEA** (*European Automobile Manufacturers Association*) exportant la part la plus importante de sa production en dehors d'Europe (*les véhicules exportés en dehors d'Europe représente 48% des exportations du pays, qui elles représentent 77% des véhicules produits en Allemagne production*), être exposé à ce marché, pour un équipementier automobile comme Plastic Omnium, permet d'adresser indirectement les marchés américains et asiatiques qui représentent combinés **plus de 60%** du marché final.

La récupération d'un centre de R&D en Allemagne, doté de **300 personnes**, apparaît également comme un moteur d'innovation pour l'offre produits en Allemagne, en parfaite adéquation avec une clientèle premium en constante recherche d'innovation et prête à en payer le prix. **À noter enfin l'acquisition dans les systèmes extérieurs de carrosserie d'un nouveau client américain : Ford en plus d'Audi et Daimler.**

**Le deal avec Faurecia permet donc à Plastic Omnium d'accroître rapidement son leadership sur ses compétences cœur, le segment des pare-chocs. Le groupe qui ambitionnait d'atteindre une part de marché mondiale sur ce segment de 15% d'ici 2019 (contre 11% fin 2015) détient désormais cette part de marché trois ans en avance.**

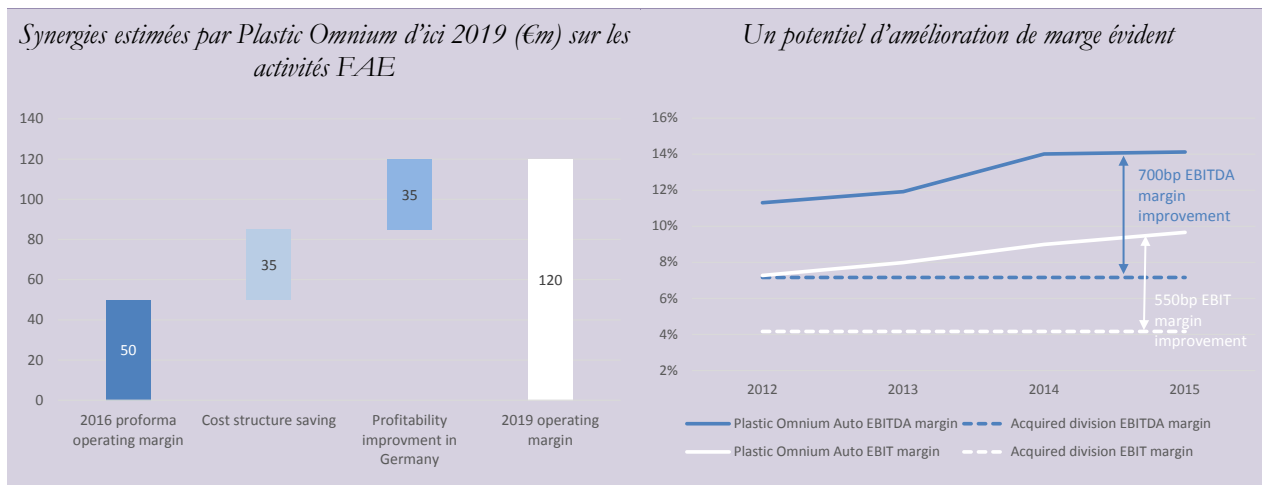
Le groupe qui ambitionnait d'atteindre une part de marché mondiale sur ce segment de 15% d'ici 2019 (*contre 11% fin 2015*) détient désormais cette part de marché 3 ans en avance, pour un coût plus réduit et un délai d'exécution plus court.

## 5.2. Des synergies évidentes au profit de la marge du groupe

Sur le plan de la rentabilité, le **potentiel d'amélioration** est évident et important au vue de la faible génération de marge de cette activité de modules extérieurs jusqu'à présent (*division Modules extérieurs de Faurecia générait historiquement une marge opérationnelle d'environ 2,5%*) par rapport aux autres acteurs du secteur.

Partant d'un résultat opérationnel estimé pro-forma pour 2016 de **€50m**, Plastic Omnium ambitionne de multiplier ce résultat opérationnel par **2,4x** à **€120m** d'ici 2019 dans cette activité rachetée grâce notamment à des **économies de coûts de structure** (*liées au rapprochement de deux activités similaires pouvant être gérées par une seule administration au lieu de deux*) et grâce à **la transposition du savoir-faire industriel** de Plastic Omnium dans les usines récupérées afin d'améliorer la productivité et la rentabilité de ces unités.

Le groupe prévoit ainsi de doubler la rentabilité de la production en Allemagne, région où les sites sont les plus anciens et le potentiel d'amélioration de la productivité semble le plus important. Le plus grand challenge sera d'implanter le processus industriel propre de Plastic Omnium dans les usines (*€100m de capex sur 3 ans*) tout en mettant aux normes industrielles les usines allemandes (*€100m additionnels de capex*).

**Fig. 8: Un redressement de la marge opérationnelle d'ici 2019**


Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Cependant ces investissements devraient être rapidement rentabilisés étant donné le potentiel d'amélioration des marges (*Plastic Omnium espère des effets de synergies de €70m d'ici 2019 pour atteindre une marge opérationnelle de €120m*). Cette guidance semble réaliste et réalisable compte tenu de l'écart de **550 points de base** entre la marge d'EBIT de l'activité automobile de Plastic Omnium (9,7%) et de la division acquise (4,2%). Un écart qui se creuse à **700 points de base** en se focalisant sur la marge d'EBITDA entre Plastic Omnium (14,1%) et la division acquise (7,2%).

Notons également que **l'opération est relative immédiatement** sur le BPA du groupe, avec une génération estimée de **€50m d'EBIT** en pro-forma 2016, en revanche l'intégration de ce business aura un **effet dilutif sur la marge opérationnelle**, du moins à court-terme.

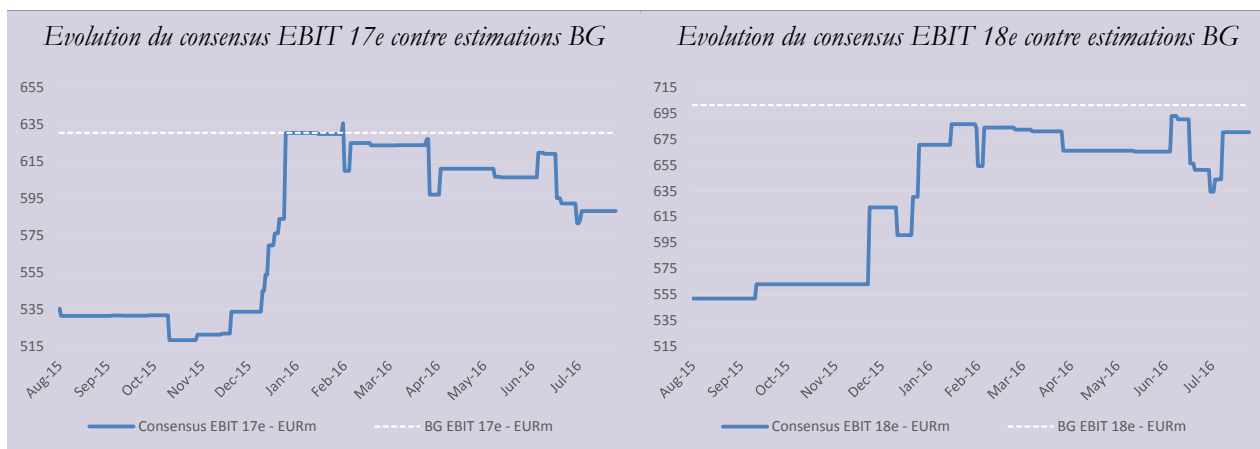
### 5.3. Un changement de périmètre pas encore entièrement valorisé par le marché

Le changement de périmètre imposée par la Commission Européenne, obligeant Plastic Omnium à céder pour environ **€800m de CA des anciennes activités de Faurecia Auto Extérieur**, a certainement complexifié la modélisation des estimations du consensus pour 2017. Cependant, alors que désormais tous les détails ont été révélés (*date de closing, CA et EBIT à consolider en année pleine*) sur cette opération, nous estimons que le consensus pour 2017 et 2018 ne l'intègre toujours pas entièrement.

Nos estimations 2017-18 sont actuellement 10 à 11% supérieures aux attentes du marché.

Nos estimations pour 2017 et 2018 sont ainsi au niveau de l'EBITDA du groupe, respectivement **10 et 11% supérieures, et au niveau de l'EBIT 7 à 3% supérieures** par rapport au consensus.

Ainsi sur la période 2015-18, alors que nous estimons une croissance de l'EBIT du groupe de l'ordre de **€230m (+50%)**, le consensus actuel ne prévoit pour l'instant qu'un accroissement de **€211m (+45%)**, ce qui implique un retard de l'ordre de **12%** par rapport à nos estimations.

**Fig. 9: Du potentiel d'ajustement à la hausse sur le consensus EBIT 17e et 18e**


Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

## 5.4. Un risque d'exécution

Nous relevons ici **deux facteurs de risque** inhérents à cette opération : **1/ la transposition des processus industriels** de Plastic Omnium dans les sites de production acquis et ; **2/ l'obligation de céder une partie de la division** acquise en Europe.

Comme énoncé précédemment, une amélioration de la marge des activités reprises passera par un changement complet des processus industriels jusqu'alors mis en place et appliqués dans les sites de production de Faurecia de sa division modules extérieurs. Une étape inévitable au vue de la capacité de Plastic Omnium à générer des marges confortables par rapport à Faurecia dans ce domaine. Or cela implique une réorganisation totale des sites et de leur manière de fonctionner. Des changements d'une telle ampleur après un rachat sont alors **susceptibles d'affecter pendant un temps la production et la rentabilité de ces sites industriels**. Sur le plan social, des mécontentements et potentiels conflits ne sont pas à exclure, avec tous les désagréments qui y sont associés: baisse de la productivité, augmentation du turnover voire grèves. Il est également important de souligner le poids de l'intégration des **5 500 employés, représentant près d'un tiers des effectifs** composant le groupe Plastic Omnium (20 289) pré-acquisition.

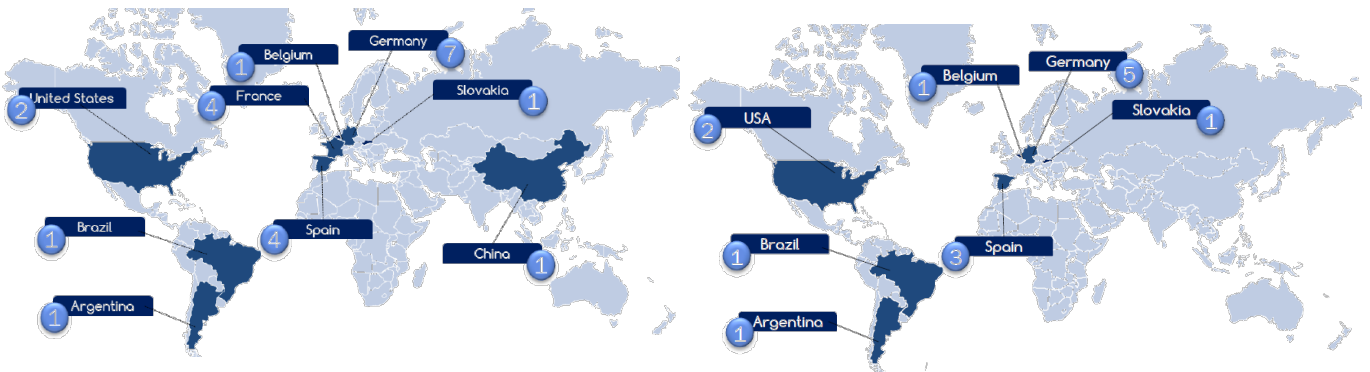
L'opération concernait initialement un périmètre de **22 sites** de production et **6 centres de R&D** dans le monde, employant **7 700 personnes** et générant un chiffre d'affaires de **€2Md**. Cependant, la **Commission Européenne** a estimé que les conditions concurrentielles liées à cette opération seraient trop monopolistiques et a donc décidé, à la suite de négociations avec Plastic Omnium, que des sites devraient être cédés au plus vite à des acteurs tiers en Europe. **Ces cessions concernent environ €800m de chiffre d'affaires pour 2 200 employés et 8 sites ainsi qu'un centre de R&D**. Plastic Omnium doit donc se hâter de trouver des repreneurs pour tous les sites français acquis qui produisent des pare-chocs en plastique (*au nombre de 4*), un site espagnol positionné sur le même segment ainsi que les deux usines allemandes d'assemblage de blocs de modules-avant et le centre de R&D qui y est associé. Le site chinois ne fait quant à lui plus partie de l'accord. A noter que les sites destinés à être cédés pour des questions d'ordre concurrentiel ne seront pas comptabilisés dans les rapports de Plastic Omnium et n'ont pas été pris en compte dans notre raisonnement précédemment.

Cette décision des autorités de la concurrence va également ralentir le processus d'intégration, monopolisant une partie des effectifs du siège du groupe à chercher des repreneurs à la hâte, plaçant de surcroît ce dernier dans une position de faiblesse dans les négociations de cession du fait des délais imposés par la Commission Européenne. **L'environnement devrait donc rester concurrentiel en Europe sur le marché des pare-chocs automobiles avec l'éclatement des anciennes activités de Faurecia.**

**Fig. 10: Une acquisition amputée par la Commission Européenne**

*Deal initial – 22 sites, 7 700 employés pour €2Md de CA*

*Deal final – 14 sites, 5 500 employés pour €1,2Md de CA*



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

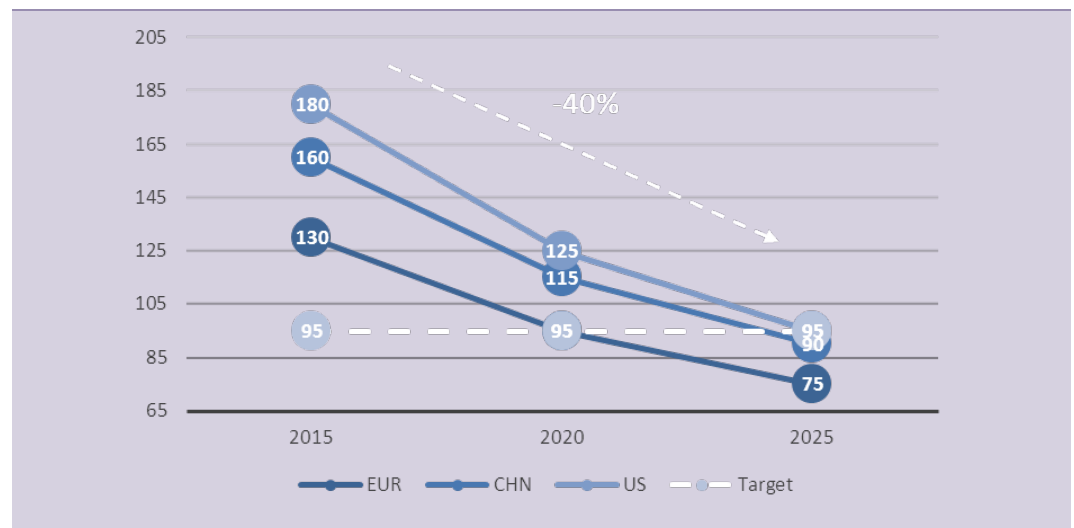
## 6. ...pour se renforcer sur un marché du plastique automobile en pleine transformation

### 6.1. Vers encore plus de plastique dans le véhicule

Depuis le début des années 2000, une double pression s’est abattue sur les constructeurs automobiles, d’une part provenant des **consommateurs réclamant des véhicules consommant moins de carburant** suite à la flambée du prix du pétrole (*jusqu’à \$150/baril*) et d’autre part issue des **autorités réglementaires instaurant des normes d’émissions de CO<sub>2</sub> et de rejets de particules de NOx toujours plus strictes**.

La nécessité de réduire consommation de carburant et émissions de **CO<sub>2</sub>/ NOx** est devenue prioritaire pour les constructeurs lorsque **l’Union Européenne, le Japon et les Etats-Unis** ont progressivement imposé des standards contraignants concernant les émissions de CO<sub>2</sub>/km. Le secteur du transport représentant environ un tiers des émissions mondiales de CO<sub>2</sub>, des réglementations dans les pays matures ont rapidement été mises en place afin de réduire son impact sur l’environnement mais également sur la santé de la population. L’Union Européenne a par exemple fixé un objectif de **95g/km de CO<sub>2</sub> pour 2020** comme moyen pour chaque constructeur, avec un système de pénalité de **€95 par gramme pour chaque voiture** émettant plus que le seuil fixé en cas de dépassement de la moyenne pour le groupe. Ce même type de contraintes réglementaires existe également dans d’autres pays matures tels que les **Etats-Unis ou le Japon**. La Chine également s’est récemment lancée dans la chasse aux émissions obligeant les constructeurs à modifier la façon de concevoir les véhicules.

**Fig. 11: Des objectifs de réduction d’émissions de CO<sub>2</sub> contraignants (CO<sub>2</sub> g/km)**



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

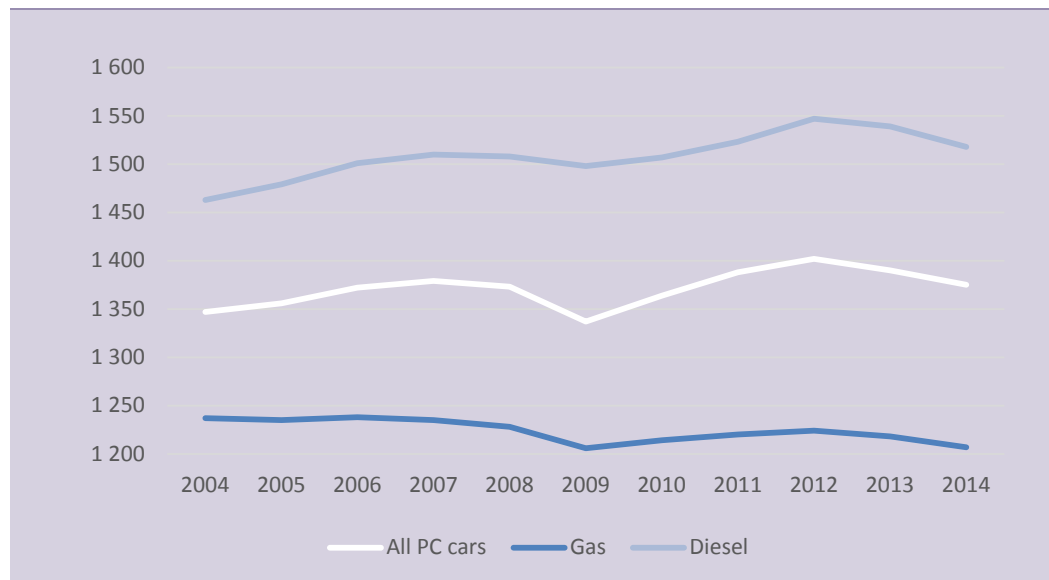
Le plastique est 30% plus léger que d'autres matériaux comme l'acier, qui reste le plus utilisé dans la production de voitures

Les constructeurs ont alors **5 axes** pour répondre à ses pressions commerciales et réglementaires : **1/l'allègement du véhicule** ; **2/l'aérodynamisme** ; **3/les technologies de réduction d'émissions** liées au moteur et au système d'échappement ; **4/le downsizing moteur** et enfin ; **5/l'hybridation du véhicule**. Or le plastique apparaît comme l'une des solutions les plus simples et rapides à mettre en œuvre dans un objectif d'allègement du véhicule, le plastique étant **30%** plus léger que d'autres matériaux comme l'acier qui reste le plus utilisé dans la production de voitures. Outre le gain de poids, le plastique est également plus malléable et apporte une plus grande liberté de design aux constructeurs.

Au niveau mondial le poids moyen d'un véhicule n'a cessé de s'alourdir sous les contraintes de sécurité et d'acoustique pour atteindre **1,4 tonne en 2010**, un poids record qui devrait désormais partir à la baisse dans un marché de la carrosserie automobile qui tend notamment à utiliser plus de plastique. Alors que le plastique représentait à peine **6%** du poids d'un véhicule produit en **1970**, cette part atteignait **16%** en 2010 et devrait aller jusqu'à **18% en 2020**, ce qui devrait permettre de réduire le poids moyen du véhicule à **1,1 tonne**. Rappelons qu'**alléger un véhicule de 100kg permet une économie de carburant de 0,35l/100km soit une réduction d'émissions de CO<sub>2</sub> de 10g/km**.

Comme le démontre le cas européen, les constructeurs ont jusqu'à présent utilisé le levier technologique de réduction des émissions pour se conformer aux normes. Les nouveaux véhicules mis en circulation dans l'Union Européenne entre 2004 et 2014 ont ainsi réduit de **40g/km leurs émissions de CO<sub>2</sub>** alors que leur poids a légèrement augmenté (+2%). En regardant plus en détails il apparaît que le poids des véhicules à motorisation essence a baissé de **2,4%** sur la période, alors que pour les motorisations diesel il a augmenté de **3,7%**, à cause notamment de l'installation de système de réduction d'émission de particules (*piège à NOx ou système SCR*).

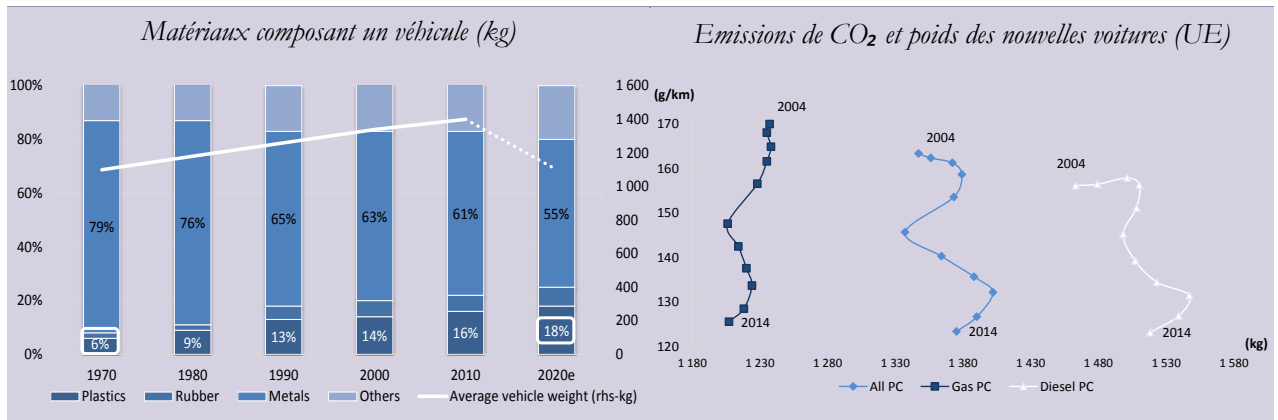
**Fig. 12: Des véhicules européens légèrement plus lourds en 2014 qu'en 2004 (kg)**



Source: European environmental agency; Bryan, Garnier & Co ests.

Le réel potentiel de réduction des émissions semble donc désormais résider dans l'allègement du véhicule (qui passe notamment par l'utilisation de plus de plastique) qui entraîne également des économies de consommation de carburant. Notons tout de même que cette tendance à l'allègement devrait être légèrement freinée par l'essor des véhicules hybrides/électriques dont la batterie alourdit énormément le poids du véhicule (20% du poids total de la voiture contre 12% pour les véhicules thermiques).

**Fig. 13: Le levier de réduction des émissions réside désormais dans l'allègement du véhicule**

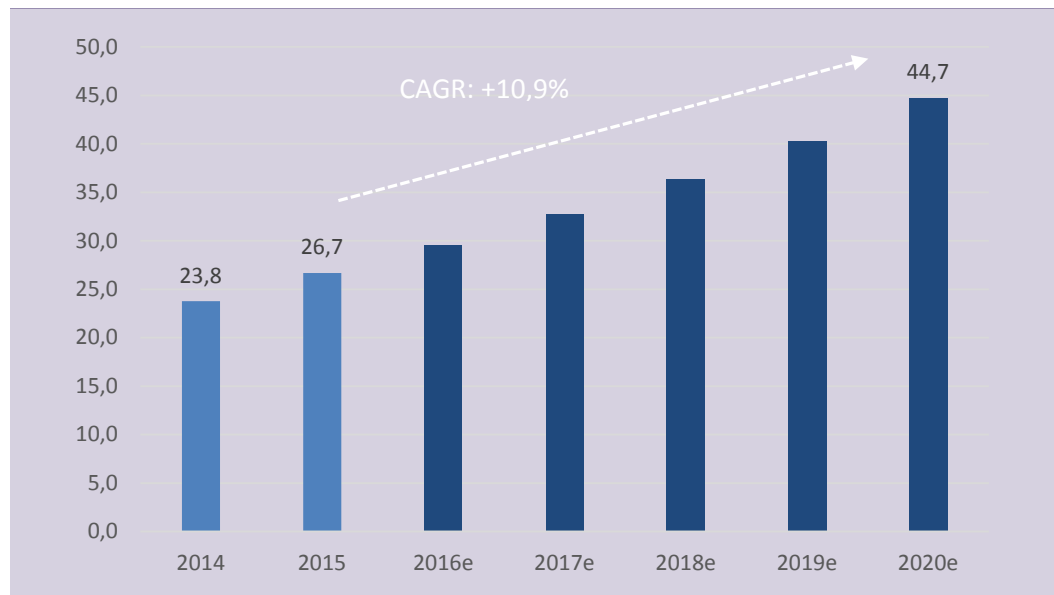


Source: AT Kearney; European Environmental Agency; Bryan, Garnier & Co ests.

Bien que le développement du taux d'utilisation du plastique dans l'automobile soit freiné par 1/la volatilité de son prix (étroitement lié au cours du pétrole), 2/ses pénuries régulières d'approvisionnement (nombre très limité de fournisseurs au niveau mondial), 3/ses difficultés de recyclage et 4/par la compétitivité prix de l'acier (>€1/kg), le marché du plastique automobile est attendu en croissance de l'ordre de près de 11% TCAM sur la période 2015-2020e, au profit d'acteurs comme Plastic Omnium et Faurecia.

Le marché devrait ainsi représenter près de €45Md au niveau mondial, supporté par l'utilisation croissante du plastique dans les véhicules (réduction des émissions, de consommation, liberté de design, esthétique accrue, réduction du bruit et des vibrations). De plus, les barrières actuelles à l'essor du plastique font l'objet de nombreux travaux de la part de l'industrie chimique qui élabore de nouveaux types de plastique moins cher, requérant moins de pétrole et plus écologique. Sur le plan géographique, le plus grand potentiel de croissance réside aux Etats-Unis et surtout au Japon où les constructeurs ont le moins recours au plastique dans la conception de leurs nouveaux véhicules. Les européens figurent eux parmi les plus avancés en la matière.

**Fig. 14: Marché mondial du plastique automobile (€Md)**



Source: Marketsandmarkets; Bryan, Garnier & Co ests.

## 6.2. Le composite, la technologie de demain

### 6.2.1. Un marché encore de niche...

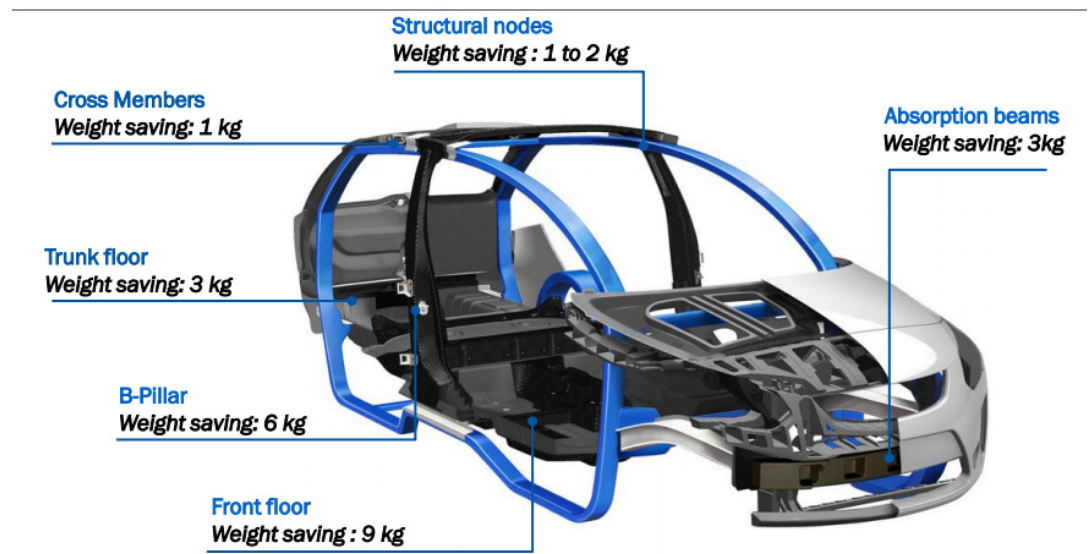
Les matériaux composites sont l'alliance entre une matrice polymère et un autre matériau, sous la forme d'une fibre tissée

Le plastique n'est pas la seule matière à prendre de l'importance dans la conception d'un véhicule au détriment de l'acier, les **matières dites « composites » apparaissent déjà comme le prochain virage technologique**. A titre de rappel, les matériaux composites sont l'alliance entre une matrice polymère (*c'est-à-dire plastique*) et un autre matériau, sous la forme d'une fibre tissée, formant ainsi trois grandes familles de composites dans le domaine automobile : **les fibres de verre, fibres de carbone et fibres naturelles**.

L'avantage d'allier deux matériaux est la capacité à modifier les caractéristiques de l'alliance, rendant alors le matériau composite **plus léger (50% plus léger que l'acier), plus malléable** et également capable d'intégrer **davantage de fonctions par pièce**. Cet alliage ultraléger est resté pourtant historiquement réservé aux monoplaces de formule 1, modèles de luxe à l'instar de **l'Aventador de Lamborghini** dont la structure est entièrement réalisée en fibre de carbone, et plus récemment certains modèles électriques comme **l'i3 produit par BMW**, essentiellement dû à leur **prix élevé**. Actuellement, les véhicules de masse ne bénéficient principalement de ces applications que sur les hayons, sièges et pare-chocs.



**Fig. 15: Principales offres/développements de Plastic Omnium en plastiques/composites**



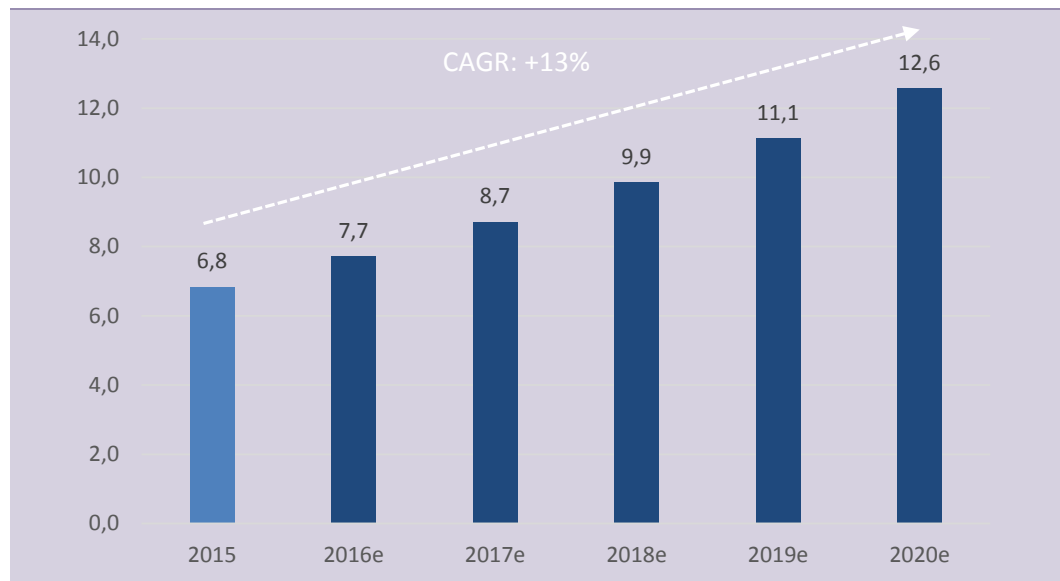
Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Même s’il n’y aura jamais de voitures **100% en carbone**, hormis certains modèles de luxe ou de sport, le mélange entre métal et fibre de carbone devrait être de plus en plus courant sur les modèles de masse passant par une étape intermédiaire : l’utilisation de composites pour les pièces de structure aux contraintes mécaniques plus fortes. D’un point de vue plus global, les **composites représentent aujourd’hui un grand défi dans leur intégration à la production industrielle à grande échelle**. L’ensemble de la conception et de l’industrialisation du véhicule est à revoir étant donné une conception qui doit être entièrement repensée, **un temps d’assemblage plus long** et des lignes de production qui ne sont plus adaptées à cette technologie. La conception devra prendre en considération la **difficulté de remplacer une pièce en métal par son identique en composite**, permettant d’intégrer plus de fonctions par pièce. En conséquence le nombre d’opérations réalisées sur chaque véhicule diminue comme la taille de la ligne d’assemblage et nécessite une refonte des processus industriels. Enfin, alors qu’en moyenne une opération sur une ligne d’assemblage ne doit pas durer plus d’une minute, la pose de pièces composites comme la fibre de verre associée à la résine thermodurcissable requiert usuellement **30 minutes, un temps ramené à 2/3 minutes** grâce à de nouveaux procédés ainsi qu’aux thermoplastiques (*toujours deux à trois fois plus longs que la moyenne*).

Malgré ces barrières industrielles, bon nombre de constructeurs devraient plus recourir aux matériaux composites lors de la conception de leurs véhicules avec la baisse des prix de ces alliages. Rappelons que ces **matériaux sont encore plus légers que le plastique et l’aluminium**, répondant donc aux attentes de l’industrie automobile en termes de réduction des émissions et d’allègement du véhicule. Ce marché des composites automobile est ainsi attendu en croissance de près **13% CAGR sur la période 2015-2020e** pour atteindre **€12,6Md**.

Dans le détail, les **modules intérieurs** devraient rester le segment le plus contributeur avec les volants, tableaux de bords, commandes d’ouvertures et revêtements de sièges. Sur le plan technologique, la **fibre de carbone** restera le segment bénéficiant de la plus forte croissance, en ligne avec la tendance du tout technologique dans le véhicule.

**Fig. 16: Marché mondial du composite automobile (€Md)**



Source: Marketsandmarkets; Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.2.2. ...Sur lequel le groupe veut devenir un expert

Le groupe Plastic Omnium développe progressivement ses compétences dans les matières composites à travers son centre de recherche de **Sigmatech** situé en France, centre dont les recherches sont dédiées principalement depuis plusieurs années à la fibre de carbone. Après avoir notamment équipé en 2013 la **Peugeot 308** de **hayon thermoplastique mixte** (offrant un gain de 3kg par rapport à un hayon en acier comparable pesant 15kg), le groupe dispose désormais d'une position de leader sur ce segment, avec plus de **65%** de part de marché (1m de véhicule équipé de hayon composite Plastic Omnium en 2015) grâce à ses deux technologies :

Sur le segment des hayons en composite, Plastic Omnium est leader sur ce avec plus de 65% de part de marché

- **L' « Higate Hybrid »**, qui associe un caisson intérieur en composite thermodurcissable à des panneaux extérieurs en thermoplastique peints ton caisse, et collés. Cette technologie est adaptée à des véhicules de type SUV ou grands breaks avec des hayons de grandes dimensions. Cette solution permet un allègement du volet arrière de **7kg** tout en permettant une réduction des coûts d'investissements de **50%** par rapport à l'emboutissage acier.
- **L' « Higate Thermoplastic »**, qui permet de réaliser le caisson en injection de composite thermoplastique associé à des renforts aciers surmoulés. Les panneaux extérieurs sont également injectés, peints et collés au caisson. Cette technologie répond parfaitement aux besoins de véhicules de type berline ou break avec des cadences de production élevées. Elle offre une grande liberté de design, couplée à une économie de poids de près de **4 kg** tout en augmentant la cadence du cycle de production de **50 %** en comparaison d'un composite thermodurcissable.

Ces deux solutions sont actuellement commercialisées auprès de **PSA, Volvo et Jaguar Land Rover**, et devraient être complétées par deux nouvelles versions: l'« **Higate Premium** », qui est un concept pour les futurs véhicules de type SUV de segments supérieurs (avec de la fibre de carbone) et l'« **Higate Entry** » qui sera dédiée aux véhicules de segment A&B.

Dans un marché automobile (*production*) qui devrait représenter d'ici 2018 environ **94m** de véhicules, et dont le marché des hayons en plastique devrait représenter **5,8m** de véhicules, nous estimons que le groupe pourra doubler ses volumes de hayons en composite, à environ **2m** d'unités par rapport à 2015, ce qui impliquera une perte de part de marché naturelle due notamment à l'ouverture du marché à la concurrence (*vers 40% de pdm pour le groupe en 2018e contre 65% en 2013 et 60% en 2014*).

**Fig. 17: Hypothèses contribution segment hayon composite chez Plastic Omnium**

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Worldwide automotive production (m) - BG</b>	<b>84,7</b>	<b>87,4</b>	<b>88,6</b>	<b>90,7</b>	<b>92,3</b>	<b>93,6</b>	<b>95,0</b>	<b>96,4</b>
Non Hatchback	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Hatchback	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Implied Hatchback volumes (m)	51	52	53	54	55	56	57	58
Steel	97%	97%	96%	94%	93%	92%	91%	90%
Plastic	3%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%
<b>Implied addressable market for composite tailgate systems</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>
<b>Market share % POM</b>	<b>65,0%</b>	<b>63,0%</b>	<b>59,0%</b>	<b>54,0%</b>	<b>49,0%</b>	<b>44,0%</b>	<b>40,0%</b>	<b>40,0%</b>
<b>Implied volumes for POM</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe se développe également sur les produits **100% composites**. Au niveau commercial le carnet de commandes s'étoffe petit à petit mais reste cantonné à un stade d'activité naissante avec le lancement de la **production de la première pièce en fibre de carbone recyclée** en **2015** pour la marque premium **BMW** (*grâce à un nouveau procédé de production appelé **Advanced SMC** ou **pultrusion et surmoulage thermoplastique***). L'année **2017** verra également la livraison d'une pièce de structure en composite carbone pour une marque dont le nom n'a pas été communiqué, ainsi que la fabrication d'une poutre de pare-chocs en fibre de verre et de carbone de Plastic Omnium pour un modèle **Hyundai**.

Ainsi, bien que **l'expertise du groupe sur le segment des « composites » reste naissante**, il est intéressant de souligner que la gamme de produits se focalise déjà sur des **pièces de structure** et que le centre de **R&D de Simatech** travaille sur le développement de plancher de véhicule. Il s'agit d'autant de pièces très peu proposées par les autres équipementiers dont l'offre est davantage tournée vers les modules extérieurs tels que les pare-chocs ou les hayons.

## 7. Un portefeuille produits axé sur d'autres tendances long-terme

### 7.1. Les émissions polluantes, un marché de croissance pour Plastic Omnium, grâce au SCR

#### 7.1.1. Des pressions réglementaires accrues

A l'image du cas européen où les normes sur les émissions polluantes n'ont cessé de se durcir depuis la toute première norme entrée en vigueur en 1993, les corps réglementaires du monde entier, que ce soit dans les pays matures ou émergents, focalisent de plus en plus leur attention sur les émissions de CO<sub>2</sub> et de particules NO<sub>x</sub> des véhicules en vente. Alors que l'Europe s'engage depuis peu dans les normes **Euro 6** qui sont amenées à se renforcer avec une norme **Euro 6 d** dont les bases sont encore à l'étude, les **Etats-Unis** ne sont pas en reste avec l'application des **Tier 3 Standards** dès 2017.

**Fig. 18: Emissions des normes européennes pour les moteurs diesel et essence sur les polluants**

g/km		Monoxyde de carbone (CO)	Hydrocarbures (HC)	Hydrocarbures non méthaniques (NMHC)	Oxydes d'azote (NOx)	HC+Nox	Particules
Euro 1	Essence	2,72				0,97	
	Diesel	2,72				0,97	0,140
Euro 2	Essence	2,20				0,50	
	Diesel	1,00				0,70	0,080
Euro 3	Essence	2,20	0,20		0,15		
	Diesel	0,64			0,50	0,56	0,050
Euro 4	Essence	1,00	0,10		0,08		
	Diesel	0,50			0,25	0,30	0,025
Euro 5	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,18	0,23	0,005
Euro 6	Essence	1,00	0,10	0,068	0,06		0,005
	Diesel	0,50			0,08	0,17	0,005

Source: ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.

#### 7.1.2. La prépondérance des systèmes SCR dans la chasse aux émissions polluantes

Les constructeurs automobiles disposent aujourd'hui de deux systèmes de dépollution afin répondre à la récente pression réglementaire pesant sur les rejets de particules NO<sub>x</sub> de leurs véhicules diesel : **1/ les systèmes SCR (Selective Catalytic Reduction)** ; **2/ les systèmes NO<sub>x</sub>-trap**.

Parmi les deux solutions évoquées, la plus sophistiquée mais aussi la plus efficace est sans conteste le **système SCR**, qui permet grâce à la pulvérisation d'urée liquide une transformation chimique des oxydes d'azote (*réduction*) en diazote et en vapeur d'eau. Cette technologie revendique une efficacité **entre 90 et 95%** dans le meilleur des cas mais coûte **€100 à €200** de plus qu'un système de **NO<sub>x</sub>-trap** traditionnel (*un système complet SCR coûte entre €300 et €500 par véhicule*).

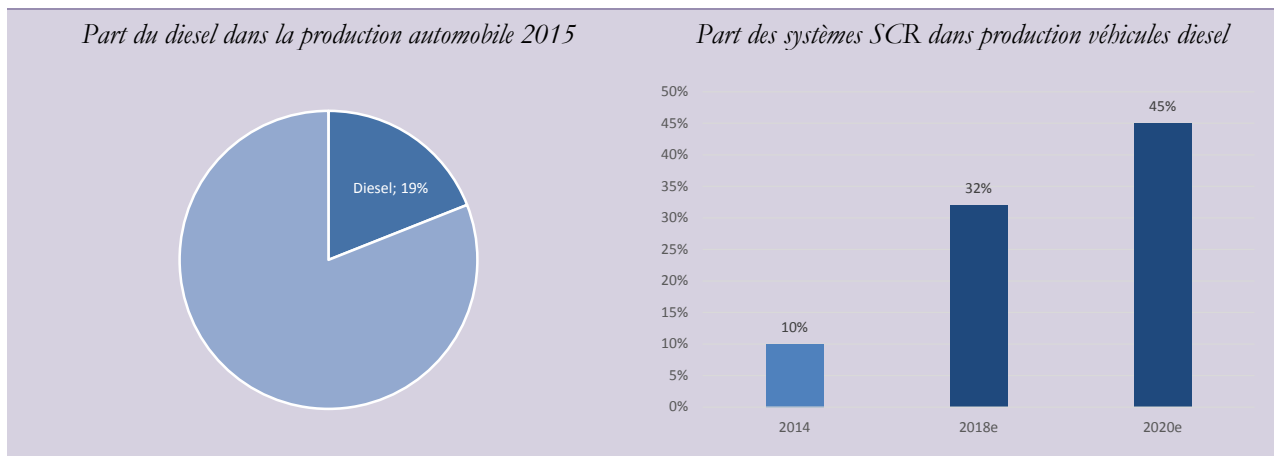
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Moins efficace, le système **NOx-trap** n'est efficace qu'à **70%** car il est moins souvent utilisé que le système SCR à cause du problème de colmatage qui bloque la vanne EGR. Ce problème oblige le constructeur à réduire le nombre de processus de recirculation ce qui implique une remontée de la température et donc une hausse du taux de particules NOx dépassant ainsi la quantité de NOx que le NOx-trap peut traiter. Comme le SCR est capable de traiter un volume supérieur de gaz d'échappement, il s'avère moins sensible que le piège à NOx à la baisse du taux de recirculation des gaz.

Face au resserrement rapide de la réglementation sur les rejets de particules polluantes, les constructeurs se montrent désormais plus enclins à équiper leurs nouveaux modèles de systèmes SCR

Face au resserrement rapide de la réglementation sur les rejets de particules polluantes, les constructeurs se montrent désormais plus enclins à équiper leurs nouveaux modèles de systèmes SCR, certes plus onéreux, mais permettant de réduire drastiquement les rejets de NOx. De plus, cette **tendance de fond s'accompagne d'un effet de rattrapage** de la part de constructeurs européens historiquement positionnés sur les systèmes NOx-trap à l'instar de Renault, qui à la suite du scandale du diesel de Volkswagen devraient prendre le virage du SCR. Le groupe **Volkswagen**, dont la production est encore très diésélisée et est en partie équipée de systèmes NOx-trap prévoit également d'abandonner progressivement cette technologie obsolète au profit du SCR, afin de réduire ses émissions et redorer son image. Ainsi d'un marché mondial **de 3-4 millions d'unités de systèmes SCR**, Plastic Omnium, qui est un des acteurs de cet écosystème des technologies de dépollution, estime que ce chiffre peut atteindre les **10 millions d'ici 2020/21**. Un chiffre **tant porté par une tendance réglementaire que par un effet rattrapage venant de « Volkswagen » et d'autres constructeurs**.

**Fig. 19: Vers plus de systèmes SCR dans les véhicules diesel**



Source: Plastic Omnium; IHS; Bryan, Garnier & Co ests.

### 7.1.3. Plastic Omnium, bien positionné sur ce marché

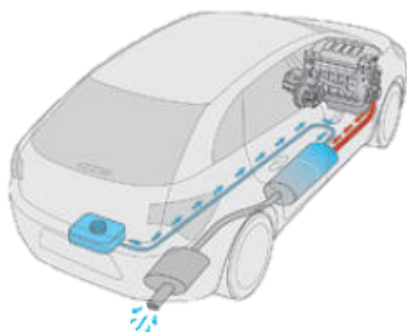
Dans ce marché des SCR, Plastic Omnium propose via sa filiale **Inergy des réservoirs d'urée** accompagnés de la pompe alimentant en urée l'injecteur permettant de réduire les particules de NOx. Inergy développe en effet depuis 2006 des **solutions de stockage et distribution de liquide AdBlue** pour voitures particulières et véhicules légers utilitaires. Le groupe en est désormais à **sa deuxième génération de réservoir** avec le **DINOx Premium**, un système à carburant prévu pour être incorporé directement dans une architecture SCR capable d'éliminer **95%** des émissions NOx et jusqu'à **8%** des émissions CO<sub>2</sub>. Un niveau d'élimination des rejets de particules particulièrement élevé combiné à un champ de fonctionnement très large, allant de **-40°C à 80°C**. Résultat d'une offre en phase avec les besoins du marché (*moins de rejets de particules polluantes*), Plastic Omnium a produit

**600 000 réservoirs SCR** de la gamme DINOx en 2015 (à travers les deux générations de systèmes), se targuant ainsi de détenir une **part de marché mondiale de 15%**, pour un CA d'environ **€130m**.

**Fig. 20: Systèmes SCR (Selective Catalytic Reduction) et réservoir Dinox**

*Fonctionnement du système SCR avec liquide AdBlue*

*Réservoir Dinox Premium proposé par Plastic Omnium*



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans un marché des réservoirs SCR dont les volumes sont attendus en forte hausse d'ici 2020, le groupe ambitionne de **doubler ses parts de marché** (à 30% au niveau mondial) pour un chiffre d'affaires dans le contrôle des émissions passant de **€130m** à **>€540m** selon nos estimations. Cet objectif, basé sur un gain de part de marché dans un marché en croissance, sera clairement challengé par les deux autres acteurs majeurs du secteur : le français **MGI Coutier** (12% de PDM, principalement avec le groupe PSA) et l'allemand **Bosch**. A ce jour, Plastic Omnium détient déjà un portefeuille clients de **13 marques automobiles** sur ce segment des réservoirs liés à la réduction des émissions polluantes parmi lesquels **Audi, FCA, General Motors, Nissan** ou encore **Toyota**, lui laissant une marge de manœuvre quant à l'acquisition de nouveaux comptes.

Cette ambition de développement commercial devrait être également portée par le produit **DINOx Compact**, actuellement en développement. Il s'agit d'un système qui intègre la carte de contrôle électronique et tous les capteurs dans un même module, accordant ainsi aux constructeurs un gain de temps en évitant l'étape d'assemblage de ce module et surtout une performance accrue en termes de dosage du liquide AdBlue. Notons entre autres que ces réservoirs sont produits en plastique par des procédés industriels innovants, nommés **l'extrusion-soufflage**, capables de mouler et de souffler des pièces de forme très complexe en peu d'étapes et donc en peu de temps (assurant un gain de poids de 20% à 30% contre le métal).

La récente ouverture d'un **nouveau centre de R&D** à Compiègne fin 2014 (centre de recherche *Alphatech*) spécialement dédié à l'activité des systèmes à carburant (*Inergy*) confirme la forte nécessité d'investir et de développer de nouveaux produits innovants sur ce segment, tout comme pour le segment des pare-chocs et modules en plastique (centre R&D *Sigmatech*). Plastic Omnium qui détient actuellement une **part de marché d'environ 15% sur le marché SCR** (marché des réservoirs à urée pour systèmes SCR) ambitionne ainsi, notamment grâce aux innovations sur son produit **DINOx**, de la doubler à **30% d'ici 2018** sur un marché SCR qui représentera non plus **10% du marché première monte des nouveaux diesel, mais plus de 30%**.

D'ici 2018, Plastic Omnium ambitionne de doubler sa part de marché 2014 de 15% sur le marché SCR.

Nous estimons ainsi que le CA du groupe généré par le segment SCR pourrait atteindre plus de **€500m** d'ici 2020, contre **€130m** en 2015, représentant ainsi **16,6%** du CA du segment Inergy et **6,7%** du CA consolidé du groupe, contre respectivement **5,4%** et **2,6%** en 2015.

**Fig. 21: Hypothèses contribution segment SCR chez Plastic Omnium**

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Worldwide automotive production (m) - BG</b>	<b>84,7</b>	<b>87,4</b>	<b>88,6</b>	<b>90,7</b>	<b>92,3</b>	<b>93,9</b>	<b>95,5</b>	<b>97,2</b>
Share of Diesel (%)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>Implied Diesel vehicle production (m)</b>	<b>16,1</b>	<b>16,6</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>	<b>17,5</b>	<b>17,8</b>	<b>18,1</b>	<b>18,5</b>
Share of SCR within Diesel production	8,0%	10,0%	15,5%	21,0%	24,7%	32%	39%	45%
<b>Implied addressable market for SCR plastic tank systems</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>7</b>	<b>8,3</b>
<b>Market share % POM</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
Implied volume sold by Plastic Omnium (m)	0,15	0,2	0,6	0,7	1,1	1,7	2,1	2,5
<b>ARPU SCR tank system (€)</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>
<b>Sales Inergy SCR (€m)</b>	<b>33</b>	<b>55</b>	<b>130</b>	<b>159</b>	<b>238</b>	<b>377</b>	<b>461</b>	<b>548</b>
% of Inergy sales	1,9%	2,9%	5,4%	6,3%	8,8%	13,1%	14,9%	16,6%
% of POM consolidated sales	0,8%	1,2%	2,6%	2,7%	3,5%	5,2%	5,9%	6,7%

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre modèle Plastic Omnium, cela implique que le segment SCR représentera plus de **12%** de la croissance du CA (*CA consolidé*) entre **2015 et 2020** et plus de **25%** de la croissance organique du groupe (*or acquisition Faurecia*). **Ce marché est donc clairement un marché de croissance important pour Plastic Omnium.**

#### 7.1.4. Le couple système SCR-liquide AdBlue est-il déjà obsolète ?

Même si Plastic Omnium semble se concentrer sur des équipements associés aux systèmes SCR à liquide AdBlue, le groupe ainsi que d'autres acteurs à l'instar de Faurecia (*équipementier fournissant le système SCR*) développent déjà d'autres technologies alternatives. Les deux équipementiers ont récemment annoncé être en train de travailler sur des nouvelles technologies SCR plus efficace, et moins contraignante pour les utilisateurs. Annoncé au salon automobile de Francfort de 2011, le **système ASDS** (*Ammonia Storage Delivery System*) de Faurecia semble le plus prometteur au vu de son stade de développement avancé et du résultat de ses phases de test présentés fin 2015. Parmi les tests réalisés sur les bus de ville de plusieurs métropoles, ceux de Londres présentent une conversion de **85%** des émissions de particules de NOx en eau, sur une période d'essai de 10 mois (*contre 30% pour les systèmes SCR classiques*). L'**ASDS** est un système de réduction catalytique sélective, qui diffuse des quantités très précises d'ammoniac, stockées sous forme solide dans des cartouches remplies de sel, dans le catalyseur de la ligne d'échappement. Ce procédé permet de supprimer efficacement par réaction chimique les oxydes d'azote des gaz d'échappement des moteurs diesel en transformant les oxydes d'azote en azote et en eau. Faurecia opte pour des cartouches de forte contenance à remplacer par le garagiste lors des visites de maintenance du véhicule.

Le développement du système ASDS par Faurecia pourrait potentiellement nuire au développement de Plastic Omnium sur le marché SCR solide, les deux acteurs proposant des systèmes très similaires.

Cette technologie, pour l'instant **destinée aux véhicules commerciaux et bus**, représente néanmoins une menace certaine pour Plastic Omnium dans la mesure où son succès sur les poids lourds pourrait potentiellement être transposé sur les véhicules particuliers.

**Fig. 22: Caractéristiques techniques du liquid AdBlue vs. cartouches AdAmmine**

	Liquid SCR - AdBlue	Faurecia ASDS - AdAmmine
Distribution time at engine start	10 mn	2 mn
Distribution time at cool start (>-11°C)	15 mn	3 mn
<b>Weight (full tank/cartridge)</b>	<b>40 kg</b>	<b>27 kg</b>
Grams of ammonia per litre	185 g/l	450 g/l

Source: Amminex; Bryan, Garnier & Co ests.

De son côté, Plastic Omnium développe actuellement aussi un système de **SCR solide** (*DINOX Solide*) presque similaire à celui développé par Faurecia, excepté que c'est l'utilisateur qui remplace lui-même ses cartouches (*comme pour l'urée*) et excepté que Plastic Omnium utilise du **chlorure de calcium** pour les cartouches contre du **chlorure de strontium** chez Faurecia. Ce prototype nous semble cependant moins avancé que celui de Faurecia.

Ainsi, même si le produit développé par le partenariat **Faurecia-Amminex** est encore en phase de test et l'est uniquement sur le segment des bus et véhicules commerciaux, nous estimons que son développement et sa **potentielle pénétration du marché des véhicules légers pourrait représenter un risque pour Plastic Omnium**.



## 7.2. Le véhicule hybride, sinon rien

Sur des tendances encore plus long-terme, **Plastic Omnium a axé une partie de son offre sur le segment des véhicules hybrides et hybrides rechargeables**. Dans cette catégorie, la question de l'allègement est encore plus prédominante car il est indispensable de compenser le poids plus lourd de la batterie (20% du poids total de la voiture contre 12% pour les véhicules thermiques). Face à cette problématique, Plastic Omnium a développé de fortes compétences dans **l'extrusion-soufflage de réservoirs plastiques**, un procédé permettant de produire des réservoirs dotés de formes très complexes afin d'optimiser l'espace disponible dans le véhicule et autorisant l'intégration de nombreuses fonctions et composants, soit un système à carburant répondant parfaitement aux besoins actuels des constructeurs de véhicules hybrides. En plus de leur gain de poids (20 à 30% de gain comparé à un réservoir équivalent en métal), ces réservoirs se révèlent être anticorrosifs et compatibles avec tout type de carburant comme les biodiesels et bioéthanol. En complémentarité du réservoir, le groupe propose également un dispositif **INBAFFLE** : une gamme de cloisons antibruit qui atténuent les bruits de « clapot » dus aux déplacements du carburant dans le réservoir lorsque le véhicule s'arrête et que ces bruits ne sont plus masqués par le bruit de fond du moteur.

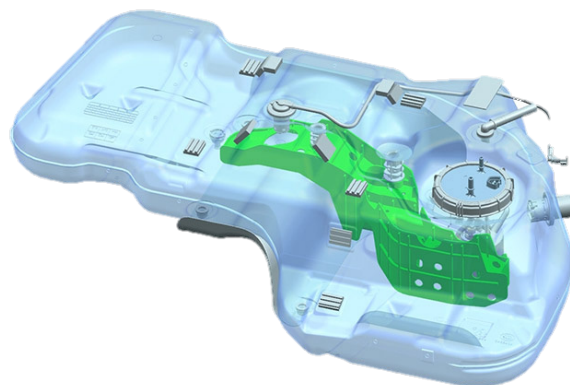
Le segment des véhicules hybrides rechargeables est adressé par le groupe que depuis peu, via un **réservoir à carburant plastique spécifique**, son lancement a été annoncé en **juin 2016** avec un premier contrat avec **Hyundai** pour équiper ses véhicules rechargeables. A noter que **7 autres contrats** ont été signés pour équiper de réservoirs **7 futurs modèles pour 3 constructeurs d'ici 2018**, un panel de contrats assurant déjà une partie de l'activité pour les prochaines années et démontrant la pertinence de ce produit. Ce réservoir en plastique renforcé permet de stocker les vapeurs d'hydrocarbures sans déformation du système et jusqu'à la remise en route du moteur à combustion interne qui permet alors la purge des vapeurs. Le stockage de ces vapeurs d'hydrocarbures a pendant longtemps été un des principaux problèmes des motorisations hybrides au vue du risque d'explosion qu'il générait.

**Fig. 23: Exemples de produits Plastic Omnium dédiés aux véhicules hybrides**

*Système à carburant pour véhicules hybrides*



*INBAFFLE (ici en vert) intégré dans un réservoir*



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co est.

Le marché de **l'électrique avec batterie n'est pas un marché prioritaire** pour le groupe (*même si le groupe propose des pièces de modules extérieurs pour véhicules électriques*) essentiellement à cause de l'absence de moteur thermique et donc de réservoir dans ce type de véhicule. **Le groupe est donc présent sur ce marché principalement à travers son segment Plastic Omnium Extérieur et non à travers son segment Plastic Omnium Inergy.** Cependant, dans une récente interview à BFM Business (27 Juillet 2016), **Laurent Burelle**, le PDG de Plastic Omnium a indiqué que le groupe s'intéressait de près aux **véhicules électriques à hydrogène**, du fait de la nécessité pour le constructeur d'avoir un réservoir à hydrogène qui **1/doit résister aux flammes, et 2/qui soit capable d'embarquer un liquide sous haute pression (700 bars).** Sans donner plus de détails, il a également indiqué que le groupe venait de signer un partenariat (JV) avec **une start-up en Israël** afin de travailler justement sur le développement d'un réservoir à hydrogène. Actuellement, seuls deux constructeurs automobiles proposent des voitures à hydrogène: **Hyundai** avec son SUV **ix35 (2015)** et **Toyota** avec la berline **Mirai (2016)** ; et peinent à prendre des parts de marché dans le marché du véhicule électrique, notamment du fait du prix de vente trop élevé, mais également du fait du faible réseau de station à hydrogène en France et en Europe.

Plastic Omnium devrait bénéficier de l'émergence des véhicules hybrides, et des véhicules électriques à hydrogène dans les années à venir.

Comme énoncé dans notre note sectorielle, nous anticipons une forte croissance des immatriculations de véhicules hybrides et hybrides rechargeables (*prise de conscience environnementale, incitations fiscales des gouvernements, autonomie accrue*) tandis que l'électrique pure devrait se cantonner à un segment de niche.

De ce fait, la **focalisation de Plastic Omnium sur des segments ayant atteint des masses plus critiques nous semble cohérent**, en particulier lorsque l'on observe une absence de consensus autour de la technologie à adopter dans les batteries pour véhicules électriques. **Etre présent sur le véhicule hybride et le véhicule électrique à hydrogène nous paraît très pertinent.**

### 7.3. Et le véhicule autonome ?

En dépit d'une stratégie claire et cohérente sur la tendance de réduction des émissions et l'allègement du véhicule qui en découle, le **thème du véhicule connecté et autonome reste extrêmement flou** au sein du groupe Plastic Omnium. A ce stade nous estimons que le thème de la voiture autonome n'entraînera **pas de changement majeur de stratégie** de la part du management.

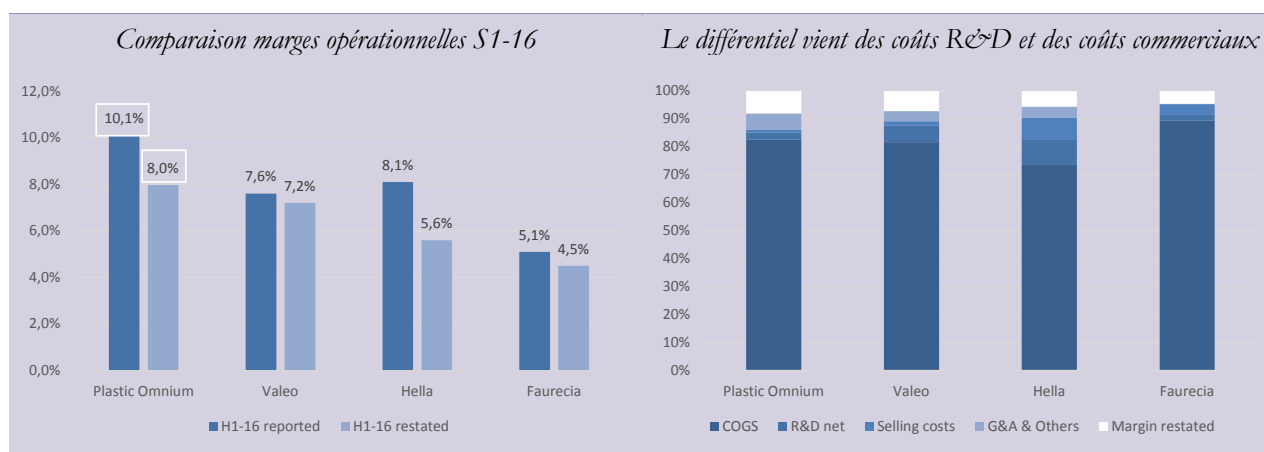
Dans ce cadre, aucune acquisition ou partenariat stratégique ne devrait être signé afin d'acquérir des compétences ou de joindre des efforts de R&D sur le sujet, au contraire de Valeo par exemple qui multiplie les acquisitions et alliances technologiques. Ainsi, **l'innovation devrait être supportée uniquement en interne et concerner les modules intérieurs du cockpit et autres petits modules extérieurs.** Une mise à jour du portefeuille qui resterait somme toute très limitée par rapport à la taille du groupe étant donné l'actuelle faible exposition de Plastic Omnium aux cockpits intérieurs et petits modules d'extérieur. De surcroît, l'arrivée de Plastic Omnium sur ce marché de la connectivité et autonomisation de l'habitacle, surnommé « cockpit du futur », sera freiné par **Faurecia qui y est lui déjà bien positionné** avec de fortes compétences en la matière et des efforts de R&D conséquents.

## 8. Vers une marge pérenne à 10% ?

### 8.1. Une marge au-dessus de la moyenne du secteur au S1-16...

Le 27 Juillet dernier, le groupe a publié un record historique en termes de marge opérationnelle, à **10,1%**, contre **9,4%** en 2015 et **8,9%** en 2014 alors que sur la même période **Faurecia**, **Hella** et **Valeo** ont respectivement publié des marges à **5,1%**, **8,1%** et **7,6%**. Même retraitées afin de les rendre comparables (*en intégrant les charges de restructurations et en excluant la contribution des JVs et associés*) l'écart entre les marges du groupe et des trois autres équipementiers automobiles reste supérieur de plus **200pb**.

**Fig. 24: Différentiel de marge entre Plastic Omnium et d'autres équipementiers**



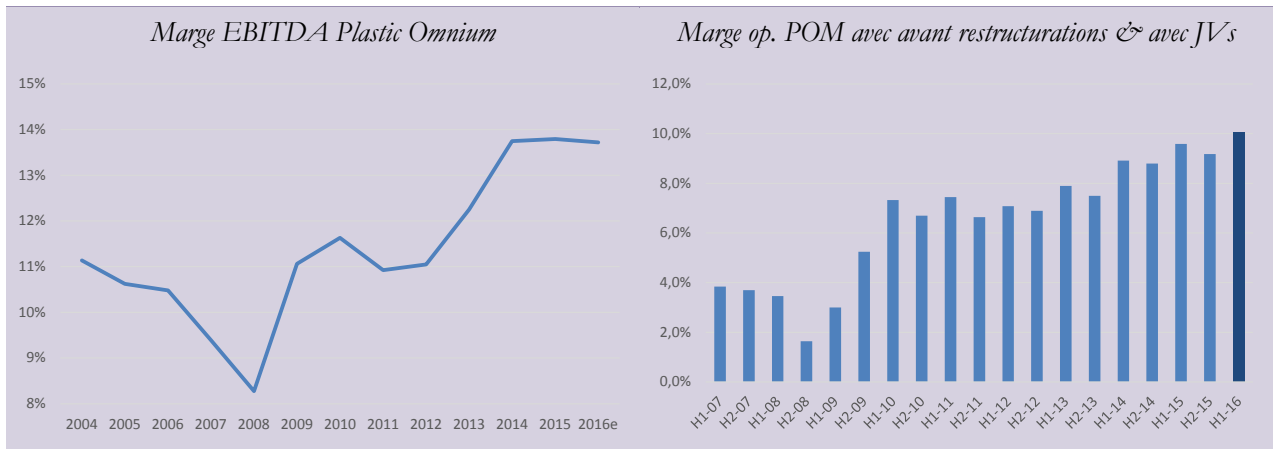
Source: Company data; Bryan, Garnier & Co ests.

Atteindre une marge opérationnelle de **10%** d'une façon pérenne reste un objectif ambitieux pour l'ensemble des équipementiers automobiles. Aujourd'hui dans l'univers automobile, les constructeurs génèrent des marges en moyenne de **6,9%** alors que les équipementiers génèrent des marges de **8,6%**, positionnant **Plastic Omnium** parmi les équipementiers les plus rentables du secteur.

### 8.2. ...qui devrait perdurer dans le temps malgré l'intégration de FAE

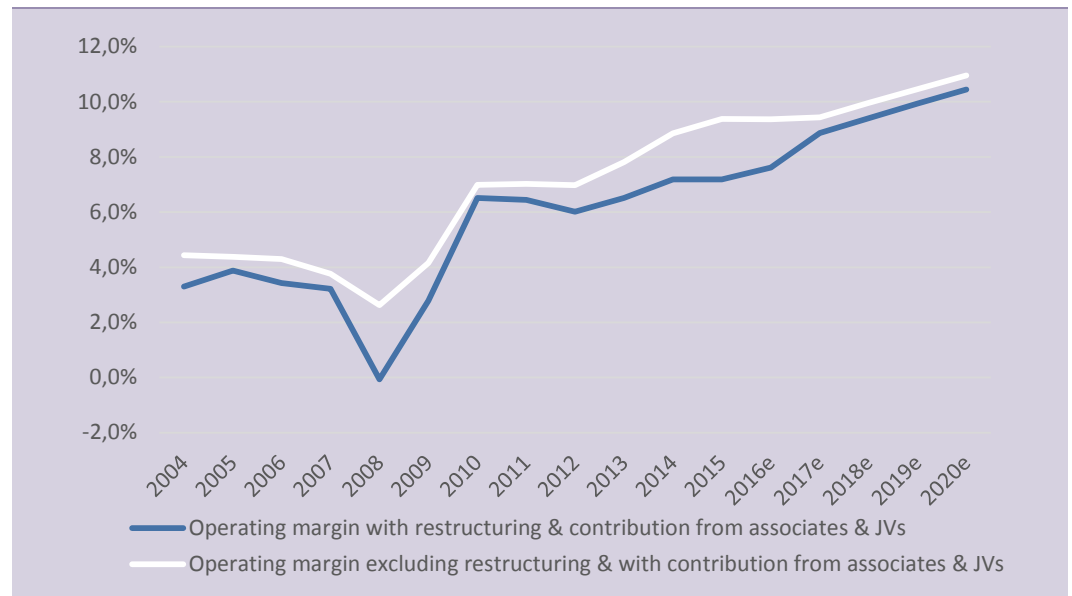
Comme indiqué précédemment, cette marge devrait être impactée négativement par l'intégration de FAE sur le court-terme mais devrait progressivement remonter vers les **10% d'ici 2018-19** grâce aux synergies et la mise en place d'optimisation des processus de production dans les sites rachetés à Faurecia, mais également grâce au déploiement de nouveaux produits innovants à plus forte valeur ajoutée. Bien évidemment l'évolution de la marge du groupe sera également impactée par les évolutions de la production automobile mondiale, le groupe ayant un levier opérationnel proche de **15%**, la marge opérationnelle augmentera plus vite dans un contexte de forte croissance de la production automobile mondiale.

**Fig. 25: Une marge opérationnelle à son plus haut**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 26: Qui devrait chuter à court terme mais remonter en 2019-20e**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans notre modèle les deux marges se rapprochent à partir de 2017e car nous n'intégrons plus de coûts de restructurations. L'écart entre les deux courbes est ensuite principalement lié à la contribution des JVs et associés qui sont intégrées dans la définition de marge opérationnelle du groupe (résultat net des entités intégré à l'EBIT).

### 8.3. ... au profit de la génération de cash et du dividende

Cette bonne croissance du résultat opérationnel que nous estimons pour la période 2016-20 (*TCAM de + 13% sur la période au niveau de l'EBITDA et de 16% au niveau de l'EBIT*) devrait fortement contribuer à la génération de cash du groupe même si une augmentation des investissements est à attendre avec l'intégration de FAE.

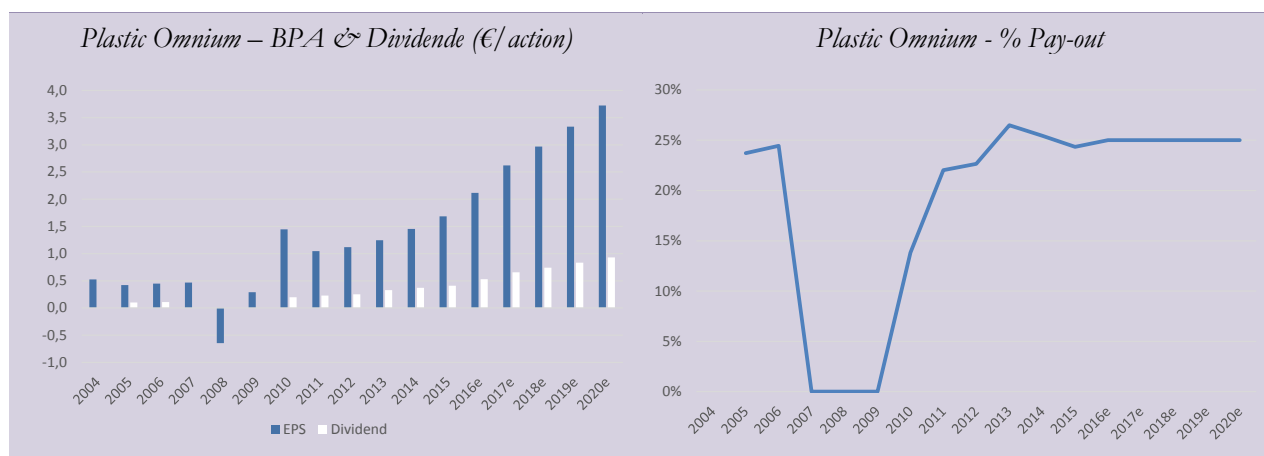
**Fig. 27: Plastic Omnium – Tableau de financement - €m**

Funding analysis	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>EBITDA reported</b>	<b>223</b>	<b>272</b>	<b>378</b>	<b>461</b>	<b>531</b>	<b>531</b>	<b>610</b>	<b>691</b>	<b>774</b>	<b>982</b>	<b>1 057</b>	<b>1 151</b>	<b>1 251</b>
EBITDA margin	2,6%	4,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,8%	8,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,6%	10,0%	10,4%
<b>Operating cash-flow</b>	<b>100</b>	<b>265</b>	<b>332</b>	<b>382</b>	<b>429</b>	<b>404</b>	<b>409</b>	<b>525</b>	<b>558</b>	<b>742</b>	<b>796</b>	<b>870</b>	<b>950</b>
Capex (before M&A & disposals)	(170)	(103)	(155)	(265)	(310)	(314)	(346)	(378)	(442)	(481)	(512)	(543)	(576)
(-) Capital expenditures	(95)	(68)	(95)	(170)	(214)	(236)	(254)	(269)	(320)	(344)	(365)	(388)	(411)
(-) Intangible assets - R&D capitalized	(75)	(34)	(59)	(95)	(96)	(78)	(93)	(109)	(122)	(138)	(146)	(155)	(164)
FCF before dividends & M&A	(70)	162	177	117	119	91	63	146	117	260	284	328	374
(-/+ Acquisition & proceeds from disposals)	11	29	16	13	22	11	12	13	(632)	200	-	-	-
Dividends	(13)	(8)	(18)	(31)	(39)	(37)	(51)	(57)	(61)	(78)	(97)	(109)	(123)
Cash flow post dividends & M&A	(71)	184	176	99	103	64	24	102	(576)	382	187	218	251
<b>Net financial debt reported</b>	<b>598</b>	<b>535</b>	<b>538</b>	<b>471</b>	<b>390</b>	<b>410</b>	<b>390</b>	<b>268</b>	<b>842</b>	<b>456</b>	<b>266</b>	<b>44</b>	<b>(211)</b>
Net debt reported /EBITDA ratio	2,7x	2,0x	1,4x	1,0x	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x	1,1x	0,5x	0,3x	0,0x	-0,2x

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Malgré l'acquisition des activités FAE faisant grimper le levier financier du groupe à **1,1x fin 2016e contre 0,4x fin 2015**, nous estimons que la flexibilité financière du groupe reste inchangée. L'accroissement du résultat net du groupe, combiné à un contrôle des investissements devrait permettre au groupe de réduire son endettement dès 2017-18. Cette croissance du BPA, combinée à un désendettement rapide, devrait permettre au groupe de continuer à distribuer un dividende attractif. Le groupe pourrait accroître son taux de distribution de **25% à 30%** en ligne avec d'autres équipementiers automobiles comme Valeo ou Hella.

**Fig. 28: Un marge opérationnelle à son plus haut**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

## 9. Nos estimations

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Valeo**, notre modèle **Plastic Omnium** intègre les estimations de production automobile de **+2,4%** pour 2016, puis de **+1,7%** pour 2017 et de **+1,7%** pour 2018. Nous anticipons ensuite une croissance du marché de l'ordre de **+1,5%** sur la période 2019-2025.

Dans notre modèle Plastic Omnium nous intégrons l'acquisition des activités **Faurecia Extérieures** (€1,2Md de CA et €50m d'EBIT) dès le **29 Juillet 2016** (*date de closing*), et intégrons les cessions des deux filiales de la division Environnement (€60m de CA cumulés pour *Emballagen GmbH* et *Signature Limited*), dès le **03 Aout 2016**.

**Fig. 29: Plastic Omnium – Tableau de résultat - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>3 250</b>	<b>4 220</b>	<b>4 806</b>	<b>4 335</b>	<b>4 437</b>	<b>5 010</b>	<b>5 813</b>	<b>6 878</b>	<b>7 310</b>
Change (%)		29,9%	13,9%	-9,8%	2,4%	12,9%	16,0%	18,3%	6,3%
Adjusted EBITDA	378	461	531	531	610	691	774	982	1 057
<b>EBIT</b>	<b>227</b>	<b>296</b>	<b>335</b>	<b>339</b>	<b>393</b>	<b>470</b>	<b>533</b>	<b>631</b>	<b>702</b>
Change (%)		30,5%	13,0%	1,0%	16,1%	19,6%	13,5%	18,3%	11,2%
Financial results	(27)	(42)	(59)	(64)	(56)	(53)	(47)	(45)	(43)
Pre-Tax profits	182	229	244	254	294	338	422	528	598
Exceptional	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax	(30)	(58)	(62)	(57)	(64)	(75)	(93)	(122)	(137)
Profits from associates	(2)	(1)	0	31	39	35	38	39	40
Minority interests	(11)	(7)	(8)	(4)	(5)	(4)	(5)	(6)	(7)
Net profit	140	165	173	193	225	259	324	401	454
<b>Restated net profit</b>	<b>140</b>	<b>165</b>	<b>173</b>	<b>193</b>	<b>225</b>	<b>259</b>	<b>324</b>	<b>401</b>	<b>454</b>
Change (%)		18,0%	5,3%	11,4%	16,4%	15,0%	25,2%	23,8%	13,2%

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 30: Plastic Omnium – Tableau de flux - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating cash flows</b>	<b>332</b>	<b>382</b>	<b>429</b>	<b>404</b>	<b>409</b>	<b>525</b>	<b>558</b>	<b>742</b>	<b>796</b>
Change in working capital	10	53	62	28	(17)	34	3	2	(9)
<b>Capex, net</b>	<b>(155)</b>	<b>(265)</b>	<b>(310)</b>	<b>(314)</b>	<b>(346)</b>	<b>(378)</b>	<b>(442)</b>	<b>(481)</b>	<b>(512)</b>
Financial investments, net	16	13	22	11	12	13	(632)	200	0
Dividends	(18)	(31)	(39)	(37)	(51)	(57)	(61)	(78)	(97)
Other	(114)	(101)	57	150	24	14	3	3	3
Net debt	538	471	390	410	390	268	842	456	266
<b>Free Cash flow</b>	<b>193</b>	<b>153</b>	<b>168</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>203</b>	<b>117</b>	<b>260</b>	<b>284</b>

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

## Plastic Omnium

**Fig. 31: Plastic Omnium – Bilan - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	673	771	897	891	1 008	1 149	1 940	1 812	1 906
Intangibles assets	285	331	320	330	352	381	423	481	543
Cash & equivalents	193	205	328	489	535	663	90	475	665
current assets	1 059	1 157	1 408	1 443	1 584	1 867	1 448	2 047	2 334
Other assets	432	453	335	366	419	356	1 604	934	792
<b>Total assets</b>	<b>2 551</b>	<b>1 610</b>	<b>1 743</b>	<b>1 809</b>	<b>2 003</b>	<b>2 224</b>	<b>3 052</b>	<b>2 982</b>	<b>3 126</b>
L & ST Debt	852	792	802	990	995	1 031	1 031	1 031	1 031
Others liabilities	1 093	1 276	1 532	1 376	1 521	1 772	1 932	2 153	2 242
Shareholders' funds	527	648	775	870	1 054	1 266	1 513	1 818	2 158
<b>Total Liabilities</b>	<b>2 551</b>	<b>2 792</b>	<b>3 152</b>	<b>3 252</b>	<b>3 588</b>	<b>4 091</b>	<b>4 499</b>	<b>5 029</b>	<b>5 461</b>
<b>Capital employed</b>	<b>1 387</b>	<b>1 426</b>	<b>1 450</b>	<b>1 517</b>	<b>1 696</b>	<b>1 826</b>	<b>2 642</b>	<b>2 555</b>	<b>2 702</b>

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 32: Plastic Omnium – Ratios - %**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating margin</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,6%</b>
Tax rate	16,3%	25,3%	25,6%	22,4%	21,8%	22,2%	22,0%	23,0%	23,0%
Net margin	4,3%	3,9%	3,6%	4,5%	5,1%	5,2%	5,6%	5,8%	6,2%
ROE (after tax)	26,5%	25,4%	22,4%	22,2%	21,3%	20,4%	21,4%	22,0%	21,0%
<b>ROCE (after tax)</b>	<b>12,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,8%</b>	<b>17,3%</b>	<b>18,1%</b>	<b>20,0%</b>	<b>15,7%</b>	<b>19,0%</b>	<b>20,0%</b>
Gearing	89%	65%	48%	46%	36%	21%	55%	25%	12%
Pay-out ratio	13,8%	22,0%	22,6%	26,5%	25,4%	24,3%	25,0%	25,0%	25,0%
Number of shares, diluted	16	48	48	147	148	148	147	147	147

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 33: Plastic Omnium - Données par action - €**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>EPS</b>	<b>1,45</b>	<b>1,04</b>	<b>1,12</b>	<b>1,25</b>	<b>1,45</b>	<b>1,68</b>	<b>2,12</b>	<b>2,62</b>	<b>2,97</b>
Restated EPS	1,45	1,04	1,12	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
% change		-27,9%	7,2%	11,4%	16,6%	15,8%	25,7%	23,8%	13,2%
EPS bef. GDW	1,45	1,04	1,12	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
BVPS	5,28	4,33	5,32	5,76	7,00	8,41	10,15	12,20	14,48
Operating cash flows	3,4	2,7	3,0	2,8	2,8	3,5	3,8	5,0	5,4
FCF	2,0	1,1	1,2	0,7	0,7	1,4	0,8	1,8	1,9
<b>Net dividend</b>	<b>0,20</b>	<b>0,23</b>	<b>0,25</b>	<b>0,33</b>	<b>0,37</b>	<b>0,41</b>	<b>0,53</b>	<b>0,65</b>	<b>0,74</b>

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 34: Plastic Omnium - Valorisation - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Market capitalization</b>	<b>565</b>	<b>735</b>	<b>984</b>	<b>2 231</b>	<b>3 213</b>	<b>4 244</b>	<b>4 219</b>	<b>4 219</b>	<b>4 219</b>
Net debt	658	471	390	410	390	268	842	456	266
Pensions	47	63	80	65	93	102	99	97	95
Minorities	156	93	114	60	69	63	73	86	91
Financial assets	(26)	(8)	3	436	550	486	536	546	557
<b>EV</b>	<b>1 453</b>	<b>1 370</b>	<b>1 565</b>	<b>2 330</b>	<b>3 214</b>	<b>4 190</b>	<b>4 697</b>	<b>4 312</b>	<b>4 113</b>
EV/Sales	45%	32%	33%	54%	72%	84%	81%	63%	56%
EV/EBITDA	3,8x	3,0x	2,9x	4,4x	5,3x	6,1x	6,1x	4,4x	3,9x
<b>EV/EBIT</b>	<b>6,9x</b>	<b>5,0x</b>	<b>5,4x</b>	<b>9,3x</b>	<b>10,1x</b>	<b>11,6x</b>	<b>10,8x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,8x</b>
EV/Operating margin	6,4x	4,6x	4,7x	6,9x	8,2x	8,9x	8,8x	6,8x	5,9x
P/E	1,4x	6,2x	8,5x	22,9x	19,7x	17,0x	13,5x	10,9x	9,6x
<b>Dividend Yield (%)</b>	<b>10,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>

Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.



## 10. Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Valeo**, nous valorisons **Plastic Omnium** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples historiques**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (trois *FV* venant de la valorisation par multiple et une *FV* venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacun des méthodes) implique une **FV de €36** par action pour Plastic Omnium, ce qui implique **25%** de potentiel par rapport au dernier cours (€28,6).

Comme pour les autres équipementiers automobiles, nous avons décidé de **surpondérer le poids de la valorisation par multiple (75% de la FV) au détriment de la valorisation par DCF (25%)** afin de refléter la cyclicité du segment et de l'industrie et la forte volatilité sur le secteur.

Nous initions donc la couverture sur Plastic Omnium à l'Achat.

**Fig. 35: Plastic Omnium – FV @ €36**

Plastic Omnium - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) - 25%	95%	€37,2
EV/EBIT (2016-25) - 25%	10,5x	€36,1
P/E (2016-25) - 25%	14,5x	€34,5
<b>DCF model (2016-25) - 25%</b>		<b>€36,2</b>
o/w WACC	8,6%	
o/w LTG	2,5%	
o/w Average EBIT margin	8,7%	
o/w LT EBIT margin	9,1%	
<b>Implied FV</b>		<b>€36,0</b>
Current price		€28,6
Upside		25,9%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 10.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Plastic Omnium**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2016-2025 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€37,2**, **€36,1** et **€34,5** de FV. Nos valorisations sont basées sur les multiples historiques **2013-16** du groupe afin de prendre en compte la revalorisation du titre, liée à l'amélioration de la marge opérationnelle. De plus nous revalorisons légèrement le multiple historique EV/CA du groupe afin de prendre en compte une nouvelle amélioration de rentabilité d'ici 2020. Les seuls quatre équipementiers automobiles générant une marge opérationnelle **proche de 9-10%** sont **Valeo**, **JCI**, **Denso** et **Koito** et sont valorisés actuellement par le marché avec des multiples **EV/CA FY1 de 90-100%** et **EV/EBIT FY1 de 10,3x** en moyenne. Nous gardons respectivement **95%** et **10,5x** comme hypothèse pour Plastic Omnium étant donné que la marge de **10%** est un objectif crédible et réalisable.

## 10.2. Valorisation par DCF

Nous valorisons également **Plastic Omnium** à travers un modèle DCF, basé sur les estimations suivantes:

- un **WACC à 8,6%**
- un **taux de croissance à l'infini de 2,5%**, impliquant une légère surperformance de **Plastic Omnium** par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une **marge d'EBIT** (*avec restructurations et sans les JVs*) moyenne de **8,7%** et une marge à l'infini de **9,1%**, marges qui sous la définition Plastic Omnium correspondent respectivement à **10,2%** et **10,8%**.

**Fig. 36: Plastic Omnium – Estimations DCF - €m**

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Revenues - Core business</b>	<b>5 813</b>	<b>6 878</b>	<b>7 310</b>	<b>7 752</b>	<b>8 224</b>	<b>8 489</b>	<b>8 764</b>	<b>9 049</b>	<b>9 345</b>	<b>9 652</b>
Revenue Growth Rate	-	18,3%	6,3%	6,1%	6,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Operating Margin	7,5%	7,8%	8,3%	8,7%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
<b>EBIT (excluding JVs &amp; Associates, with restr. Charges)</b>	<b>437</b>	<b>537</b>	<b>603</b>	<b>673</b>	<b>748</b>	<b>780</b>	<b>813</b>	<b>847</b>	<b>882</b>	<b>919</b>
Adjustment for provisions	22	24	19	20	20	20	20	20	20	20
(-) Taxes on EBIT	(96)	(123)	(139)	(155)	(172)	(179)	(187)	(195)	(203)	(211)
(+/-) Movements in working capital	3	2	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
(+) Depreciation and amortization	241	351	356	375	396	418	440	461	483	504
(-) Capital Expenditures	(320)	(344)	(365)	(388)	(411)	(424)	(438)	(452)	(467)	(483)
(-) Intangibles	(122)	(138)	(146)	(155)	(164)	(170)	(175)	(181)	(187)	(193)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>165</b>	<b>308</b>	<b>320</b>	<b>362</b>	<b>407</b>	<b>435</b>	<b>463</b>	<b>491</b>	<b>518</b>	<b>546</b>
<b>Present Value of Free Cash Flow</b>	<b>161</b>	<b>278</b>	<b>265</b>	<b>276</b>	<b>286</b>	<b>281</b>	<b>275</b>	<b>269</b>	<b>261</b>	<b>253</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 37: Plastic Omnium – DCF @ €36**

<b>Valuation</b>	
PV of Free Cash Flows	2 607
PV of Terminal Value	3 383
<b>EV implied - EURm</b>	<b>5 990</b>
- Net financial debt (N-1) - EURm	268
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	102
- Minority Interest value (N-1) - EURm	63
+ Financial assets - EURm (N-1)	486
- Cash used to acquire Faurecia Auto Exterior not included into 2015 net debt	632
<b>Value of Equity</b>	<b>5 412</b>
<b>Value of Equity per share</b>	<b>€36,3</b>
Price	€28,6
Upside/Downside	27%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Plastic Omnium avec une FV à €36.

## 11. Plastic Omnium – SWOT

**Fig. 38: Plastic Omnium – analyse SWOT**

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Des compétences cœur dans <b>l'allègement du véhicule</b>, tendance long-terme de croissance dans l'automobile</li> <li>• Un portefeuille produits qui s'élargit aux véhicules hybrides et hybrides rechargeables</li> <li>• Une exposition géographique diversifiée dans l'automobile avec <b>l'Asie (17% du CA)</b> et <b>les Etats-Unis (28% du CA)</b></li> <li>• Une exposition grandissante aux constructeurs « premium »</li> <li>• Un recentrage autour des activités les plus rentables (<i>automobile 14% marge d'EBITDA</i>) à travers des cessions dans l'environnement</li> <li>• Positionnement concurrentiel solide dans les pare-chocs (<i>11% de <math>pdm</math> mondial</i>) accru par l'acquisition de la division modules extérieurs de Faurecia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Absence du groupe sur le segment de la voiture connectée et autonome</li> <li>• Offre produits encore limitée sur le segment des composites malgré la signature de quelques contrats</li> <li>• Acquisition de la division de Faurecia amputée par la Commission Européenne (<i>€1,2Md de CA acquis vs. €2Md</i>)</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pénétration du <b>marché allemand</b> et acquisition de clients OEM premium grâce à l'opération avec Faurecia</li> <li>• Potentiel d'amélioration important des marges des activités acquises auprès de Faurecia grâce à <b>des synergies au niveau des coûts de structures</b></li> <li>• Un revirement technologique des constructeurs européens utilisateurs de systèmes NOx trap vers <b>les systèmes SCR</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement <b>92%</b> du CA de Plastic Omnium</li> <li>• Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales</li> <li>• Plastic Omnium s'apprête à intégrer la plus grosse acquisition de son histoire (<i>réorganisation des process industriels et risques de conflits sociaux</i>)</li> <li>• Essor du système de <b>dépollution ASDS de Faurecia</b></li> </ul>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 12. Plastic Omnium en bref

### 12.1. Un peu d'histoire

Le groupe **Plastic Omnium**, créé en **1946**, fait partie du groupe très restreint des quelques équipementiers automobiles français cotés en bourse (*Faurecia, Plastic Omnium, MGI Contier, Plastivaloire, Valeo*). Sa cotation remonte à la fusion de l'entreprise avec l'*Union Mutuelle des Propriétaires Lyonnais (société de nettoyage et d'assainissement des eaux qui était cotée)* en **1965**. Le développement du groupe s'est par la suite réalisé en trois étapes : **l'internationalisation** des activités dans les années 70 avec la pénétration des marchés espagnol, allemand, anglais et américain ; **la croissance externe** via le rachat des sociétés *Landry* et *Techni-Plaste* en 1986 (*permettant à Plastic Omnium de doubler la taille de ses activités automobiles*), l'acquisition de *Reydel Industries* spécialisé dans les équipements intérieurs en 1995 ; **les partenariats** avec la création de la joint-venture *Inergy Automotive Systems* spécialisée sur les systèmes à carburant détenue conjointement avec Solvay en 2000 puis exclusivement dès 2010 ainsi que plusieurs autres joint-ventures établies en Chine, Inde et Russie avec des acteurs locaux. Seuls les rachats des activités systèmes à carburant de *Ford* et de *Plastal Pologne* font figure d'exception en 2011.

En tant que véritable **spécialiste du plastique**, les activités du groupe ne se sont jamais cantonnées à l'industrie automobile avec le développement d'une filiale entièrement dédiée à l'environnement et plus précisément dans la production et vente de conteneurs de déchets. Avec un chiffre d'affaires de **€5Md** fin 2015 dont **92%** est réalisé dans le secteur automobile sur le marché de la première monte avec les constructeurs automobiles (*le reste provenant des ventes de conteneurs de déchets*) Plastic Omnium est aujourd'hui à la **40<sup>e</sup> place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles, derrière Faurecia (**7<sup>e</sup> place**) et Valeo (**11<sup>e</sup> place**).

### 12.2. Une exposition accrue à l'automobile

Plastic Omnium est un groupe industriel spécialisé sur le plastique et s'adressant à deux types d'acteurs sur des marchés distincts : les collectivités locales sur le **domaine de l'environnement** (**8% du CA 2015**) et les constructeurs dans le **secteur automobile** (**92% du CA 2015**). Ce dernier, très majoritairement contributeur en termes de chiffre d'affaires et de marge opérationnelle, a progressivement pris de l'ampleur dans le portefeuille d'activité du groupe à la suite des multiples acquisitions dans les segments des systèmes à carburant et systèmes d'intérieur ainsi qu'à la création d'*Inergy* regroupant désormais l'ensemble des activités liées aux systèmes à carburant. Ces activités automobiles sont réparties en deux divisions : **1/ la division automobile extérieurs** dont l'expertise est fondée sur la fabrication de pièces et modules de carrosserie et ; **2/ la division automobile Inergy** regroupant les systèmes à carburant. **Le groupe n'est pas présent sur le segment des cockpits et des modules intérieurs, au contraire de Faurecia.**

Le portefeuille d'activités du groupe devrait de nouveau pencher vers plus d'automobile avec l'acquisition, confirmée et signée fin S1-16 de la partie « modules extérieurs » de Faurecia (*CA de €1,2Md et EBIT de €50m*). Cette opération transformante pour le groupe impactera pleinement le groupe dès 2017.

### 12.2.1. Le pôle “Modules extérieurs” – 44% du CA

Le pôle **Modules extérieurs** conçoit et produit les pièces et modules de carrosserie (*pare-chocs, systèmes d'absorption d'énergie, modules de bloc avant*) fabriqués essentiellement à partir de polypropylène injecté et de matériaux composites. **Plastic Omnium**, réalisant un chiffre d'affaires total de **€2,6Md** est le **numéro un mondial** sur le marché des pièces et modules de carrosserie. Le groupe dispose d'un **positionnement solide sur les pare-chocs** avec **18 millions de ce pièces livrées en 2015** (*11% de parts de marché*), devant ses deux principaux concurrents : le canadien Magna (*8%*) et Faurecia (*6%*).

La gamme de produits proposés par le groupe est sous divisée en **six catégories** : *les pare-chocs et boucliers ; les becquets et pièces de carrosserie ; les pièces de carrosserie et de structure pour poids lourds ; les modules d'ouvrants arrière ; les modules de bloc avant ; les pièces de structure et semi-structurelles*. Sur ces pièces d'extérieur, l'innovation repose sur la légèreté des pièces permettant d'alléger le poids total du véhicule et sur l'aérodynamisme apporté par ces mêmes pièces. Le tout dans une recherche constante de réduction de la consommation de carburant du véhicule.

Ce marché de la **carrosserie automobile tend vers plus de plastique**, au vue de son poids comparé à l'acier (*plastique 30% plus léger que l'acier*), toujours dans un problème d'allègement du véhicule. Ainsi, l'accroissement du plastique dans le poids total d'un véhicule ne cesse d'augmenter, au détriment de l'acier, depuis 1990 et représente désormais **16%**. De surcroît, le plastique est plus malléable, laissant plus de liberté quant au design du véhicule.

Un revirement du marché vers le plastique favorable à **Plastic Omnium**, et qui le laisse espérer un gain de parts de marché qui sera essentiellement supporté par la Chine. Le groupe s'y accapare déjà **18%** des ventes de pare-chocs et entend accroître ce chiffre à **26%** en 2018 avec l'ouverture de 5 nouveaux sites de production. Concernant la croissance externe, **l'acquisition des activités extérieures de Faurecia**, devrait à nouveau consolider le positionnement stratégique de Plastic Omnium. A titre de rappel, Faurecia détenait **6%** de parts de marché dans le monde dans les pare-chocs et produit plus généralement tous types des pièces de carrosserie peinte (*pare-chocs, hayon, ailes, becquet*), modules de blocs avant et pièces de structure en composite (*planchers, structures de toit, anneaux arrière et systèmes d'absorption de crash*) à travers ses 32 sites de production répartis dans 9 pays.

### 12.2.2. Le pôle “Systèmes à carburant” – 48% du CA

Le pôle **Systèmes à carburant** chez Plastic Omnium conçoit et fabrique des réservoirs de carburant et toutes les lignes d’alimentation et pompes afférentes, en plus des technologies destinées à la réduction des émissions polluantes telles que le  $CO_2$  ou les particules de  $NO_x$ . **Plastic Omnium** réalise un chiffre d’affaires de **€2,4Md** sur ce type d’activités, faisant de sa division *Auto Inergy* le **numéro un mondial** avec une part de marché de plus de **20%**.

Le groupe a développé son expertise sur la fabrication de ces produits en plastique par des procédés industriels innovants capables de mouler et de souffler des pièces de forme très complexe en peu d’étape et donc en peu de temps. Parmi sa gamme de produits, ressortent *les systèmes à carburant en plastique, les systèmes à carburant multicouches* réduisant la perméabilité, *les systèmes à carburant pour véhicules à émission zéro, les systèmes à carburant pour véhicules électriques et hybrides, les tubulures* utilisées pour le remplissage-extrusion du carburant, *les systèmes de réduction des émissions polluantes* et enfin *les inbaffles* atténuant l’acoustique.

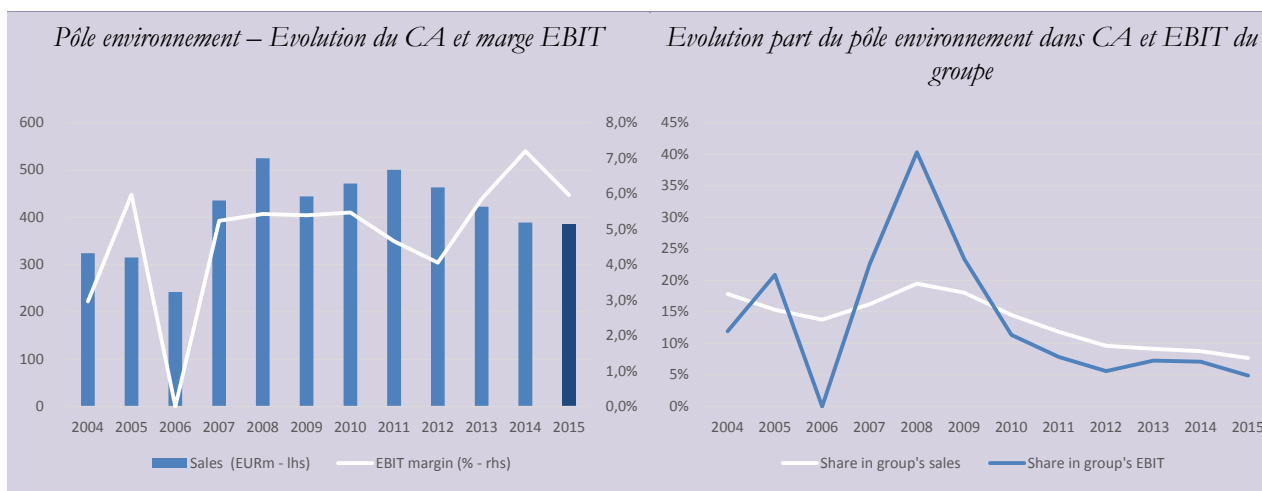
Ce type d’activité est essentiellement **supporté par les renforcements règlementaires**, à savoir la réduction progressive des émissions de  $CO_2$  et de  $NO_x$  sur les véhicules diesel, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis. Autant de normes qui encouragent les constructeurs à **revoir le poids et l’aérodynamisme**, dont la réponse provient avant tout des pièces plastiques (*systèmes à carburant en plastique 30% à 40% plus léger que l’acier et équipent 70% des véhicules nouvellement produits*) et des systèmes de réduction des émissions polluantes. A titre d’illustration, sur les **35g/km** d’émission de  $CO_2$  à gagner par véhicule, **6 grammes** peuvent être gagnés par un allègement du poids représentant un coût additionnel de **300€** et l’aérodynamisme peut réduire de **3 grammes** les émissions pour un coût supplémentaire de **100€**.

Plastic Omnium vise un accroissement de ses parts de marché dans ce segment de 20% à 24% en 2018 à travers son fort positionnement sur la matière plastique ainsi que ses innovations dans les systèmes à carburant pour **véhicules à émission quasi nulles, hybrides et électriques**. Au niveau géographique, la **Chine** restera au centre du développement international avec un quasiment doublement des parts de marché visé sur les systèmes à carburant plastiques (*les portants à 15%*) accompagné de l’ouverture de 4 nouveaux sites de production sur place.

### 12.2.3. Le pôle “Environnement” – 8% du CA

Le pôle **Environnement** constitue l'activité la moins contributrice tant en termes de chiffre d'affaires que de marge opérationnelle pour le groupe (8% du CA pour 5% de la marge opérationnelle totale). Ce segment, distinct de l'automobile excepté son usage du plastique, regroupe toutes les activités de conteneurisation liées aux déchets. **Plastic Omnium** génère un chiffre d'affaires de **€386m** et un résultat opérationnel de **€23m** dans ce secteur (marge opérationnelle de 6%). Les principaux concurrents du groupe en Europe sont les allemands **ESE** (20% de parts de marché) et **Schaefer** (17% de parts de marché) tandis que Plastic Omnium se maintient aux alentours de 30%.

**Fig. 39: Un pôle qui pèse de moins en moins dans le CA du groupe mais qui marge de mieux en mieux**



Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Ce pôle est divisé en trois sous-partie : **1/ les conteneurs** où des bacs à ordures ménagères, colonnes pour récupérer le verre, composteurs, conteneurs enterrés et semi-enterrés sont produits et vendus ; **2/ les services associés** qui comprend l'installation de l'équipement, la maintenance ainsi que le lavage des conteneurs vendus et enfin ; **3/ les équipements urbains** regroupant un large éventail de mobilier urbain destiné aux espaces collectifs comme les aires de propreté, aires de jeux ou encore parcs. **Plastic Omnium** dispose d'un portefeuille européen de clients résilient lui assurant des parts de marchés solides (30%) ainsi qu'un réseau de production de 11 sites répartis entre la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Espagne. Ces positions traduisent une **exposition quasi exclusivement européenne**, le groupe a développé une présence en Asie avec Singapour et en Amérique Latine avec le Mexique et le Chili, qui restent néanmoins peu significatifs comparé à l'Europe.

La **croissance en Europe ne peut être supportée que par les services associés** proposés, comme les systèmes et solutions de gestion informatisée (*étapes de pré-collecte, management de la flotte de véhicules de ramassage de déchets, planification de l'utilisation du service de collecte de déchets, etc*). En revanche, tout le potentiel de **croissance du marché mondial repose sur les marchés émergents** dont l'élévation du niveau de vie des populations va s'accompagner d'une augmentation des déchets générés. Une tendance qui va générer un besoin croissance de conteneurisation de ces déchets de la part des autorités locales. Mi-2016, le groupe a récemment annoncé la cession de deux filiales de sa division Environnement (*Emballagen GmbH et Signature Limited*), filiales représentant un CA cumulé de **€60m** (15% du CA) afin de se recentrer sur le métier de conteneurisation, de développement de solutions intelligentes, de rationalisation des déchets et de réduction du bilan carbone des collectivités locales.



INDEPENDENT RESEARCH

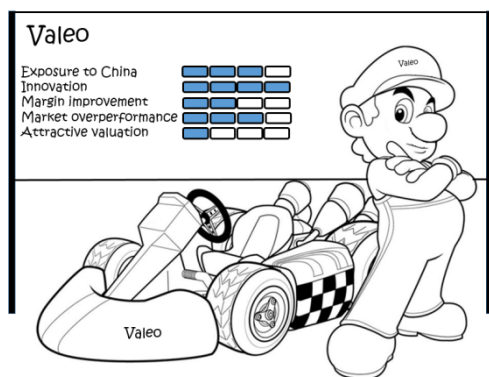
14 septembre 2016

Industrie Automobile

Bloomberg	FR FP
Reuters	VLOF.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	49,7 / 34,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	11 857
Valeur d'Entreprise	13 962
Volume moyen 6 mois (000 actions)	844,3
Flottant	2,3%
TMVA BPA (3 ans)	14,2%
Gearing (12/15)	1%
Rendement (12/16e)	2,18%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	14 544	15 996	17 602	18 716
EBIT (MEUR)	1 060	1 225	1 402	1 520
BPA Publié (EUR)	3,11	3,62	4,23	4,64
BPA dilué (EUR)	3,11	3,62	4,23	4,64
EV/CA	0,88x	0,87x	0,77x	0,71x
EV/EBITDA	6,9x	6,9x	5,8x	5,3x
EV/EBIT	12,1x	11,4x	9,7x	8,7x
P/E	16,0x	13,7x	11,8x	10,7x
ROCE	23,7	19,6	20,8	21,3

Cours et données arrêtés au 9 septembre



# Valeo


## La "French Tech"

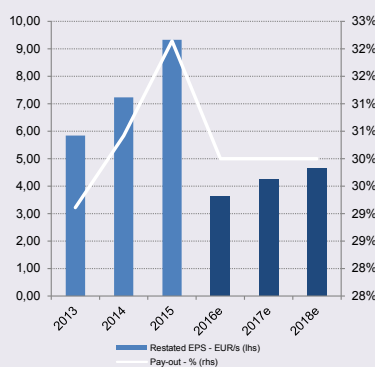
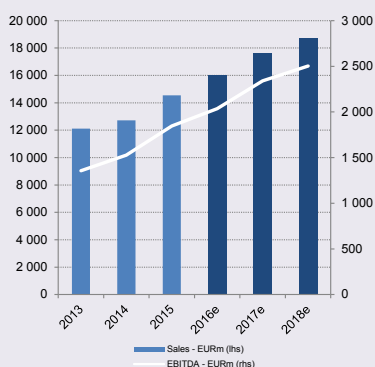
Fair Value 49EUR (cours 49,74EUR)

**NEUTRE**  
Initiation de couverture

Depuis 2007, Valeo surperforme le SXAP, le marché automobile et ses principaux concurrents. Fort d'une expertise sur des marchés porteurs, la voiture autonome et la voiture connectée, et fort d'une présence importante sur les marchés asiatiques et américain, Valeo ambitionne de surperformer de nouveau le marché automobile (+5pp) sur les 4 prochaines années tout en améliorant sa marge opérationnelle de 130pb. Bien que nous apprécions le positionnement et la stratégie du groupe, nous initions Valeo à Neutre avec une FV à €49, principalement pour des raisons de valorisation.

- **A la conquête de l'Asie:** Avec plus de 27% de son CA réalisé en Asie dont 14% en Chine, Valeo est l'équipementier automobile français le plus exposé au premier marché automobile mondial. Bien que très cyclique et très volatile comme d'autres marchés dans les pays émergents, nous estimons une croissance de plus de 3%/an dans la région, tirée par la Chine principalement. Valeo devrait bénéficier tant de l'augmentation du taux d'équipement par habitant que de la «premiumisation» du marché.
- **A la conquête de la voiture connectée et autonome:** Sa récente acquisition de Peiker combinée à son partenariat avec Safran et Mobileye font de Valeo un équipementier clé pour les constructeurs dans la course au véhicule autonome. Ce marché à fort potentiel devrait modifier structurellement le secteur, au profit des équipementiers.
- **Des objectifs 2020 ambitieux mais réalisables:** Valeo ambitionne d'ici 2020 de continuer à surperformer le marché automobile mondial grâce notamment à son portefeuille produits très technologique et innovant. Bien que réalisables, nous jugeons ces objectifs légèrement ambitieux car basés sur un doublement de la surperformance moyenne du groupe par rapport au marché depuis 2007 et sur un TCAM de la production automobile de 3%, ce qui implique une accélération par rapport à 2015 et 2016, ce que nous trouvons agressif. Tout ajustement à la baisse de prévisions sur le secteur par quelque acteur que ce soit aurait un impact négatif sur le cours de Valeo. Ce risque, combiné à une valorisation peu attractive nous rend prudent sur le dossier. **Nous initions à Neutre avec une FV à €49.**

	<b>Analyst:</b>	<b>Research Assistant</b>
	Xavier Caroen	Clément Genelot
	33(0) 1.56.68.75.18	
	xcaroen@bryangarnier.com	



### Activités

Valeo est un équipementier automobile français, partenaire de tous les constructeurs dans le monde entier. A travers son portefeuille de produits technologiques, Valeo propose à ses clients des systèmes et équipements innovants permettant la réduction des émissions de CO<sub>2</sub>, l'amélioration de la performance des véhicules et le développement de la conduite intuitive. Le groupe a également une présence sur le marché du remplacement (10% du CA), marché jugé comme plus défensif et plus profitable que le marché de la première monte.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	12 110	12 725	14 544	15 996	17 602	18 716
Change (%)	3,0%	5,1%	14,3%	10,0%	10,0%	6,3%
Adjusted EBITDA	1 356	1 526	1 847	2 036	2 341	2 504
EBIT	795	862	1 060	1 225	1 402	1 520
Change (%)	9,7%	8,4%	23,0%	15,5%	14,5%	8,4%
Financial results	-147	-137	-119	-111	-106	-103
Pre-Tax profits	588	722	880	1 126	1 308	1 431
Exceptionals	-67,0	-54,0	-117	-48,0	-52,8	-56,1
Tax	-119	-129	-106	-225	-262	-286
Profits from associates	7,0	51,0	56,0	60,4	65,0	69,9
Minority interests	-30,0	-31,0	-45,0	-47,3	-49,6	-52,1
Net profit	439	562	729	853	997	1 092
Restated net profit	439	562	729	853	997	1 092
Change (%)	15,5%	28,0%	29,7%	17,0%	16,8%	9,6%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	1 236	1 242	1 659	1 660	1 845	2 046
Change in working capital	232	40,0	111	71,4	9,6	63,9
Capex, net	-914	-958	-1 119	-1 184	-1 303	-1 385
Financial investments, net	-5,0	-104	-8,0	-1 429	0,0	0,0
Dividends	-129	-144	-201	-234	-256	-299
Other	-164	-25,0	26,0	23,6	24,8	26,0
Net debt	366	342	124	1 288	977	589
Free Cash flow	322	284	540	476	542	661
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	2 181	2 497	2 744	4 321	4 435	4 583
Intangibles assets	850	1 012	2 141	2 411	2 657	2 901
Cash & equivalents	1 510	1 497	1 725	561	872	1 260
current assets	4 342	4 551	5 324	4 473	5 262	5 925
Other assets	159	462	-494	658	406	66,8
Total assets	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
L & ST Debt	1 876	1 839	1 745	1 745	1 745	1 745
Others liabilities	4 633	5 231	6 003	6 405	6 914	7 267
Shareholders' funds	2 380	2 740	3 473	4 031	4 707	5 431
Total Liabilities	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
Capital employed	3 872	3 872	4 313	4 717	6 549	7 039
<b>Ratios</b>						
Operating margin	6,56	6,77	7,29	7,65	7,96	8,12
Tax rate	20,24	17,87	12,05	20,00	20,00	20,00
Net margin	3,63	4,42	5,01	5,33	5,66	5,84
ROE (after tax)	18,45	20,51	20,99	21,16	21,17	20,12
ROCE (after tax)	20,71	21,17	23,66	19,62	20,84	21,28
Gearing	14,45	11,60	0,54	27,70	17,54	8,47
Pay out ratio	29,11	30,42	32,14	30,00	30,00	30,00
Number of shares, diluted	75,22	77,75	78,16	239	239	239
<b>Data per Share (EUR)</b>						
EPS	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
Restated EPS	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
% change	15,6%	23,8%	29,0%	16,4%	16,8%	9,6%
EPS bef. GDW	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
BVPS	10,55	11,75	14,81	16,89	19,73	22,76
Operating cash flows	16,43	15,97	21,23	6,96	7,73	8,57
FCF	1,43	1,22	2,30	1,99	2,27	2,77
Net dividend	0,57	0,73	1,00	1,09	1,27	1,39

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	180
2. Valeo en six graphes.....	181
3. La «French Tech».....	182
4. Un solide « <i>track-record</i> » depuis 2007.....	183
4.1. Un secteur bien plus fort qu'avant la crise.....	183
4.2. Valeo, plus fort que le secteur.....	184
4.3. Une performance saluée par les marchés!.....	184
5. A la conquête de l'Asie.....	186
5.1. La croissance de demain vient de Chine.....	187
6. A la conquête de la voiture autonome et connectée.....	188
6.1. La course au véhicule sans conducteur.....	188
6.2. Valeo, à fond dans l'innovation.....	189
6.2.1. Des aires de start-up.....	189
6.2.2. Des partenariats très technologiques.....	192
6.3. De récentes acquisitions très stratégiques.....	193
6.3.1. Peiker.....	194
6.3.2. Spheros.....	195
6.3.3. FTE.....	196
6.3.4. Des acquisitions relatives dès la première année.....	196
6.3.5. D'autres à venir ?.....	197
7. Des objectifs financiers ambitieux, et déjà intégrés par le consensus.....	199
7.1. Des objectifs financiers ambitieux ?.....	199
7.1.1. Des hypothèses « marché » trop optimistes ?.....	199
7.1.2. Un objectif de marge jamais atteint auparavant.....	201
8. Nos estimations.....	203
9. Valorisation.....	205
9.1. Valorisation par les multiples.....	206
9.2. Valorisation par DCF.....	207
10. Valeo – SWOT.....	209
11. Valeo en bref.....	210
11.1. Un peu d'histoire.....	210
11.2. Un groupe présent sur quatre métiers.....	210
11.2.1. Le pôle « Systèmes Thermiques » – 28% du CA – 24% EBITDA.....	211
11.2.2. Le pôle « Assistance à la conduite » – 18% du CA – 22% EBITDA.....	212
11.2.3. Le pôle « Systèmes de propulsion » – 26% du CA – 26% EBITDA.....	213
11.2.4. Le pôle « Systèmes de visibilité » – 28% du CA – 28% EBITDA.....	214
11.2.5. Exemples de produits Valeo.....	215

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant ?

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile français **Valeo** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Fort d'une expertise reconnue dans l'industrie automobile sur les segments de visibilité et d'aide à la conduite, le groupe a depuis 2007 **surperformé la production automobile, mais également l'indice automobile SXAP et ses principaux concurrents**. Grâce à ses produits très technologiques nous estimons que cette surperformance devrait perdurer sur les prochaines années.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Comme pour **Faurecia, Plastic Omnium et Hella** nous valorisons **Valeo** à travers deux types de méthodes: en utilisant les **multiples historiques EV/CA, EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. La forte progression du titre depuis 2008, lié au redémarrage du secteur depuis la crise et **au rerating** sur la valeur, **limite le potentiel de nouvelle hausse sur le titre**. Nous initiions le dossier à **Neutre** avec une **FV à €49** par action.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Nous jugeons les différentes annonces venant des constructeurs sur le développement du **véhicule électrique** ou **autonome** comme positives. Nous ne voyons pas de catalyseur spécifique à Valeo, du moins sur le court terme. **Le salon automobile à Paris fin septembre pourrait être potentiellement à l'origine de newsflow positif sur le secteur.**

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nous sommes actuellement en ligne avec le consensus au niveau du CA du groupe sur 2016-18 mais sommes respectivement **4,1%** et **2,6%** plus haut sur les attentes 2017-18 au niveau de l'EBITDA. Nous voyons à ce jour peu de potentiel d'ajustement à la hausse sur le consensus au vu des risques de ralentissement du marché automobile mondial.

*Quels risques?*

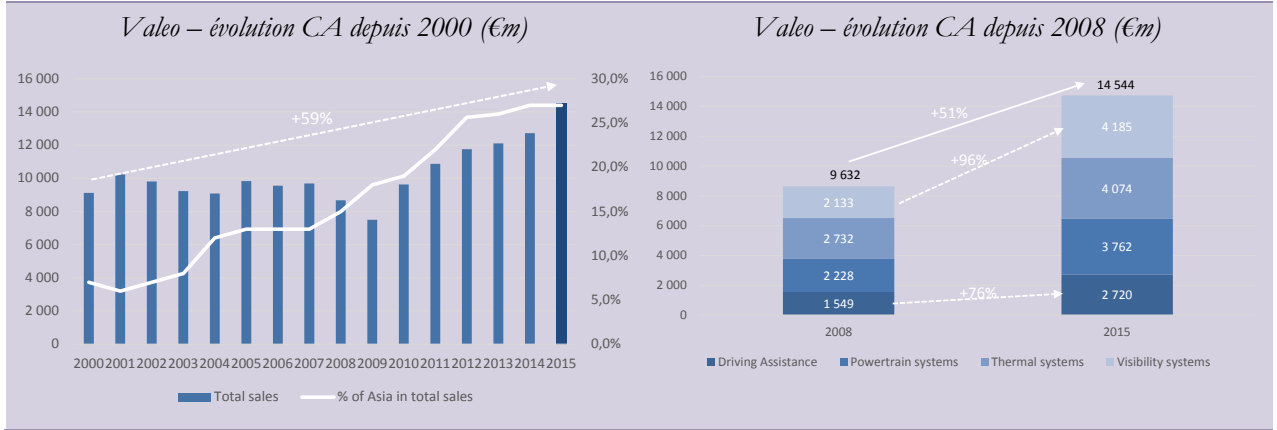


## Risques

Le cycle sur le secteur automobile est sur le point de ralentir, aussi bien dans les pays matures que dans les pays émergents, et ce ralentissement pourrait être plus important que prévu, notamment à cause du **Brexit** et **des tensions internationales**. Comme tout équipementier automobile **Valeo** pourrait souffrir d'un **ralentissement rapide de la production automobile** et de **l'effet déstockage**.

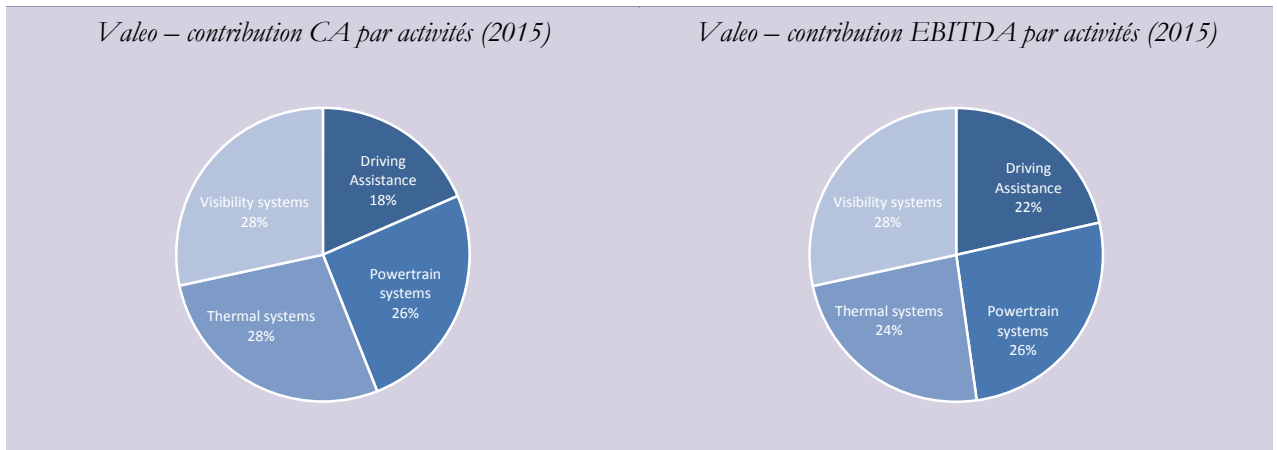
## 2. Valeo en six graphes

**Fig. 1: Une croissance portée par l'Asie et par les segments « Visibilité » et « Assistance à la conduite » principalement**



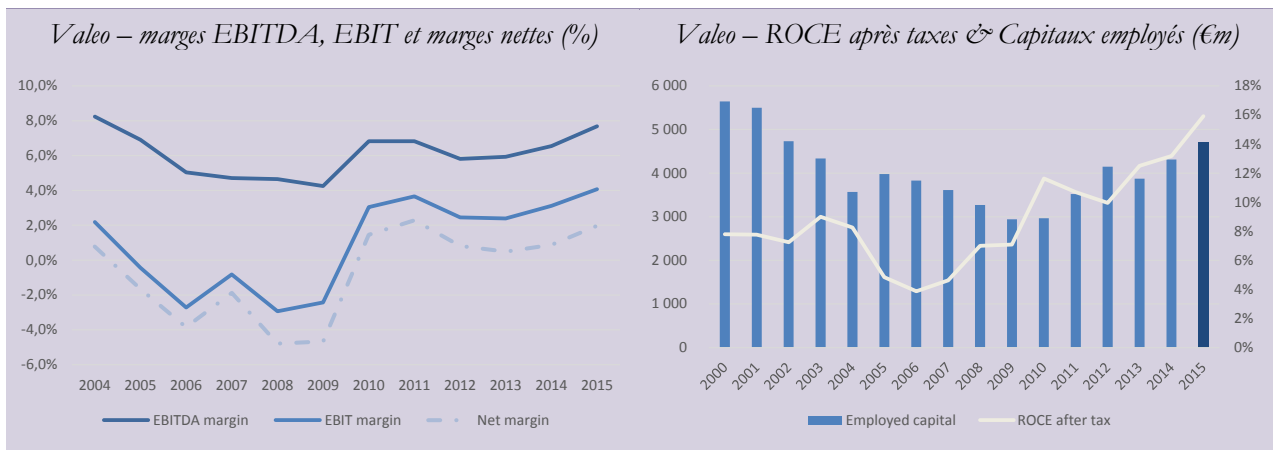
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: Un portefeuille produit plutôt bien équilibré**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 3: Des ratios à leurs plus hauts historiques**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

### 3. La «French Tech»

Fort d'une expertise sur des marchés porteurs, **la voiture autonome** et **la voiture connectée**, et fort d'une présence importante sur les **marchés asiatiques** et **américain**, Valeo, depuis 2007, surperforme le SXAP, le marché automobile et ses principaux concurrents.

Alors que la production automobile n'a cru que de **26%** depuis 2007, le CA de Valeo lui a augmenté de **50%** (+43% en excluant les effets périmètres) tandis que **l'EBIT a été multiplié par 2,9x** (2,75x en excluant les effets périmètres) et **le résultat net par 8,6x**. Sa stratégie d'être exposé à quatre métiers à forte valeur ajoutée (*Systèmes de Propulsion, Systèmes Thermiques, Systèmes de Confort et d'Aide à la Conduite et Systèmes de Visibilité*) combinée à son exposition grandissante depuis 2007 avec les constructeurs asiatiques et allemands ont permis au groupe de croître beaucoup plus vite que le secteur mais également d'accroître sa rentabilité. **Début d'année 2017, le groupe devrait publier des résultats 2016 records, tant en valeur qu'en ratios de rentabilité.**

Le groupe ambitionne entre **2016 et 2020** de continuer à surperformer le marché automobile mondial grâce notamment à son portefeuille produits très technologique et innovant. Sa récente acquisition de **Peiker** combinée à son partenariat avec **Safran** et **Mobileye** font de Valeo un équipementier clé pour les constructeurs, dans la course aux projets de développement de véhicule autonome, marché que nous jugeons à fort potentiel sur les prochaines années. Nous estimons ainsi que ces différents partenariats combinés à des efforts importants en R&D devraient être à l'origine d'une plus forte croissance du CA de Valeo vis-à-vis du marché automobile.

Cependant, bien que **réalisables**, nous jugeons ces objectifs **ambitieux** car basés sur un doublement de la surperformance moyenne du groupe par rapport au marché depuis 2007 et sur un TCAM de la production automobile de **3%**, ce qui implique une accélération par rapport à 2015 et 2016, ce que nous trouvons agressif. Tout ajustement à la baisse de prévisions sur le secteur par quelque acteur qu'il soit aurait un impact négatif sur le cours de Valeo. Ce risque, combiné à une valorisation faiblement attractive nous rend prudent sur le dossier.

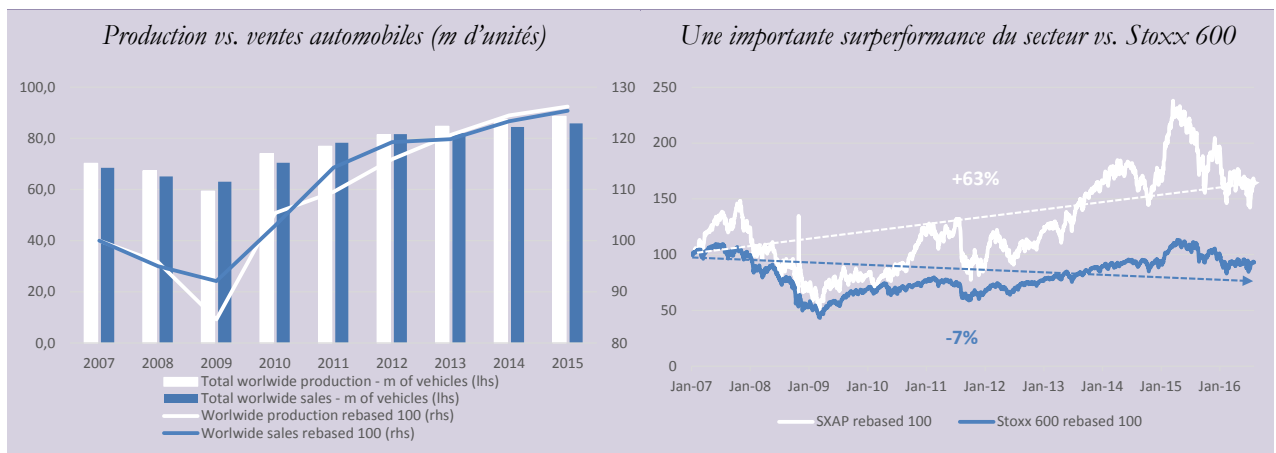
**Ainsi, bien que nous apprécions le positionnement et la stratégie du groupe, nous initions Valeo à Neutre avec une FV à €49, principalement pour des raisons de valorisation.**

## 4. Un solide «*track-record*» depuis 2007

### 4.1. Un secteur bien plus fort qu'avant la crise

Comme la plupart des équipementiers automobiles depuis 2009, Valeo est ressorti plus fort de la crise financière qui a touché le secteur automobile comme beaucoup d'autres secteurs de biens de consommation jugés discrétionnaires. Après avoir chuté en moyenne (*production et ventes*) de **12%** entre 2007 et 2009 les volumes mondiaux sont aujourd'hui **>25% supérieurs** à leur plus bas de 2009 grâce notamment à une reprise dans les pays matures, mais surtout grâce à une accélération de la demande dans les pays émergents. L'indice **SXAP** regroupant **les 16 plus importantes valeurs automobiles** en Europe est aujourd'hui **>60% supérieur** à son niveau de janvier 2007 alors que l'indice **Stoxx 600** est aujourd'hui encore **7%** en dessous sur la même période, reflétant clairement la bonne santé du secteur sur la période.

**Fig. 4: 10 ans de forte croissance sur le secteur**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Les équipementiers automobiles sous-performent la plupart du temps le secteur lorsque la croissance de la production devient négative

Principalement tiré par le fort dynamisme des pays émergents, qui profitent pleinement de l'essor de leurs classes moyennes, le marché automobile et tous ses acteurs sont aujourd'hui **en meilleure santé qu'avant 2007**, malgré la chute du marché en 2008 et 2009. Comme indiqué dans notre rapport sectoriel, il est important de constater que les équipementiers d'une façon générale ont mieux performé que les constructeurs ou les pneumaticiens, grâce notamment à **un effort de R&D** plus important de leurs parts, qui s'est reflété dans la valeur ajoutée de leurs produits et donc dans leurs marges, mais également grâce à un risque «**pays**» et un risque «**produit**» plus limités.

On observe d'ailleurs une surperformance des équipementiers vis-à-vis du marché lorsque celui-ci est en croissance, mais une sous-performance lorsque la croissance de la production devient négative (*la raison principale étant l'effet déstockage*).

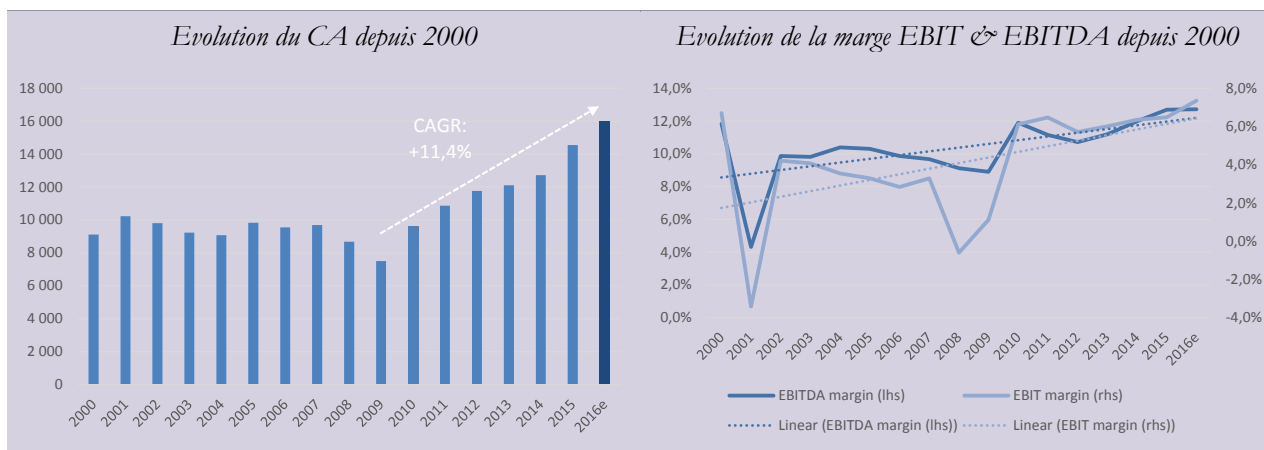
## 4.2. Valeo, plus fort que le secteur

Dans ce panel d'*outperformers*, Valeo s'est démarqué depuis 2007 de la plupart de ses concurrents en publiant de meilleures performances commerciales et des meilleurs résultats, performance qui s'est reflétée dans son cours de bourse. Sa présence sur des marchés de niche et surtout sur des marchés à plus forte valeur ajoutée a permis à Valeo de se démarquer plus facilement de la concurrence tout en lui permettant d'accroître plus rapidement sa rentabilité.

Depuis 2007 le CA de Valeo a augmenté de 43% alors que la production automobile elle n'a augmenté que de 26%

Alors que la production automobile n'a cru que de **26%** depuis 2007 (*88,6m de véhicules produits en 2015 contre 65,5m produits en 2007*), le CA de Valeo lui a augmenté de **50%** (+43% en excluant les effets périmètres) tandis que **l'EBIT a été multiplié par 2,9x** (*2,75x en excluant les effets périmètres*) et **le résultat net par 8,6x**. Sa stratégie d'être exposé à quatre métiers à forte valeur ajoutée (*Systèmes de Propulsion, Systèmes Thermiques, Systèmes de Confort et d'Aide à la Conduite et Systèmes de Visibilité*) combinée à son exposition grandissante depuis 2007 avec les constructeurs asiatiques et allemands ont permis au groupe de croître beaucoup plus vite que le secteur mais également d'accroître sa rentabilité. **Début d'année 2017, le groupe devrait publier des résultats 2016 records, tant en valeur qu'en ratios de rentabilité.**

**Fig. 5: Valeo, proche de son plus haut taux de marge historique**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

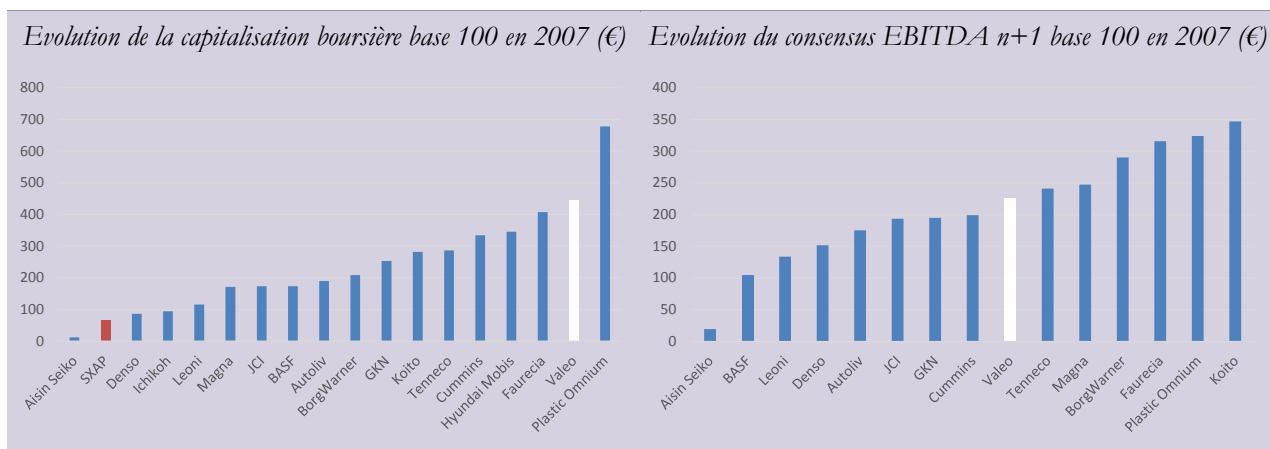
## 4.3. Une performance saluée par les marchés!

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007, la capitalisation boursière de Valeo a ainsi été multipliée par **4,45x** positionnant le groupe à la seconde place derrière **Plastic Omnium** dans le classement des meilleures performances boursières des principaux équipementiers automobiles mondiaux sur la période 2007-16. Il est d'ailleurs intéressant de constater que le **consensus EBITDA N+1 de Valeo** sur cette même période n'a lui été multiplié que par **2,25x**, positionnant le groupe non plus à **la seconde place** du classement mais à **la 7eme place** dans le classement de plus fortes variations d'EBITDA sur la période.

La valeur a donc plus que les autres bénéficié d'un **effet rerating**, expliquant en grande partie sa très bonne performance boursière par rapport au secteur et par rapport à ses principaux concurrents.



**Fig. 6: Valeo a bénéficié d'un effet rerating depuis 2007**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Au cours actuel, à **€49,7 par action**, le titre Valeo est seulement **4.4%** en dessous de son plus haut historique, niveau atteint fin mai 2015 (*plus de détails sur la valorisation page 28*).

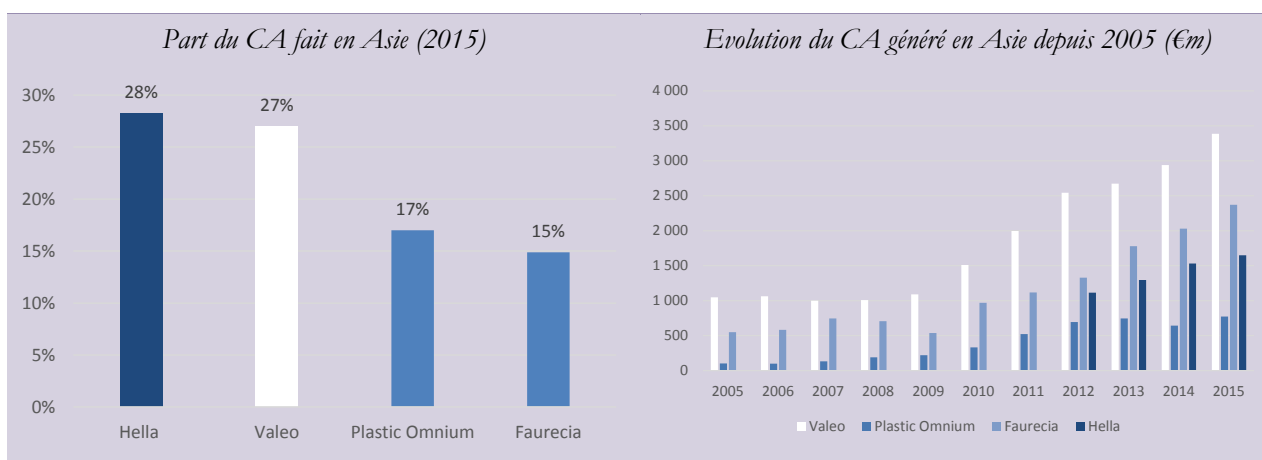
Cette impressionnante performance boursière laisse d'après nous, peu de place aux mauvaises surprises tandis que toute bonne surprise ne sera pas pleinement félicitée par le marché.

## 5. A la conquête de l'Asie

Présent en Asie plus rapidement que les deux autres équipementiers français **Faurecia** et **Plastic Omnium** et également que **Hella**, grâce notamment à la mise en place d'une stratégie commerciale efficace à partir des années 1990 (*déploiement en Chine en 1994, en Inde en 1997 et au Japon en 2000*) et grâce également à des acquisitions stratégiques afin d'accéder à des nouveaux clients dans la région (*acquisition de Niles en 2011, une société Japonaise présente dans le secteur des contrôles intérieurs, permettant à Valeo de devenir leader mondial sur ce marché*), **Valeo est désormais en avance sur ce marché à fort potentiel.**

Alors que cette région ne représentait en 2000 que **7%** du CA du groupe, elle représente aujourd'hui **plus de 27%**. Cette hausse s'est faite au détriment des pays matures, et plus précisément de l'Europe et des US qui en 2015 ne représentent respectivement plus que **49%** et **22%** des ventes du groupe contre **61%** et **29%** en 2000. Grâce à cette nouvelle stratégie mise en place dès 2009 avec la nomination de **Pascal Colombani** et **Jacques Aschenbroich** respectivement aux postes de Président du Conseil d'Administration et Directeur Général, plan stratégique qui a également réorganisé le groupe autour de quatre métiers (*voir section 11 page 35*), Valeo a surperformé la plupart de ses concurrents dans la région et dispose d'un panel de clients assez large, lui permettant de lisser plus facilement le **risque « client »** mais également le **risque « produit »**.

**Fig. 7: Valeo est le Français le plus exposé au marché Asiatique vs. Plastic Omnium et Faurecia**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe dispose aujourd'hui de **51 sites de production** en Asie (*38% du total*), de **15 centres de R&D** (*29% du total*) et les effectifs présents dans la région représentent **31%** des effectifs du groupe avec **25 574 employés**. La région est donc clairement un axe de priorité pour le groupe et devrait continuer à générer une part importante de sa croissance future, au vue du carnet de commandes fin 2015.

Représentant aujourd'hui environ plus de **40%** des nouvelles ventes et plus de **50%** de la production automobile mondiale il est en effet indispensable pour tout acteur du secteur d'être présent localement dans la région, et plus précisément en Chine, pays qui représente à lui seul **29%** des ventes et **26%** de la production mondiale.

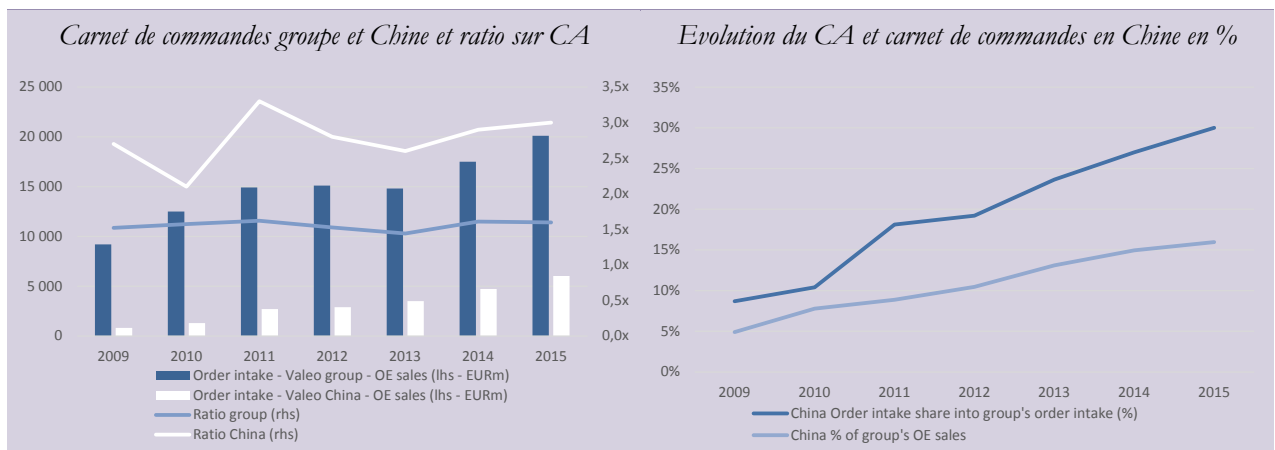
## 5.1. La croissance de demain vient de Chine

Comme indiqué précédemment, la Chine est le marché le plus important du secteur automobile, **tant en termes de vente de véhicules que de production**. Bien que très différent des marchés matures (*moyenne d'âge de l'acheteur plus faible, faible part de financement dans les achats, faible part de marché des constructeurs locaux*), ce marché reste très porteur et devrait continuer à croître énormément sur les prochaines années, le rapprochement du taux d'équipement avec celui en Europe, au Japon ou encore aux Etats-Unis, étant le catalyseur principal, tiré notamment par l'accroissement et l'enrichissement des classes moyennes.

Représentant aujourd'hui 14% du CA de Valeo, la Chine est désormais le pays le plus important pour le groupe

Représentant aujourd'hui **14%** du CA de Valeo, la Chine est désormais le pays le plus important pour le groupe, devant les Etats-Unis et devrait représenter d'ici 2020 plus de **20%** des ventes du groupe. Avec plus de **15 000 employés** présents dans le pays, répartis sur **26 sites de production**, **10 centres de développement**, et **3 centres de R&D**, le groupe prépare la croissance de demain, ce pays représentant **27%** de son carnet de commandes. Le ratio **carnet de commandes/ventes** en Chine est supérieur à **3x** fin 2015 en croissance par rapport à 2013 et 2014, avec un montant en hausse de **27%** en 2015 par rapport à 2014. Il est intéressant de noter que ce ratio est presque deux fois supérieur à celui du groupe, au niveau mondial (*1,6x*), renforçant l'idée que ce marché est extrêmement important pour la croissance future de Valeo.

**Fig. 8: La Chine, le moteur de la future croissance de Valeo**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Principalement exposé aux constructeurs automobiles étrangers en Chine et moins aux constructeurs locaux (*les marques locales représentent moins de 20% des ventes chinoises de Valeo alors qu'elles représentent 40% du marché chinois*), Valeo devra continuer dans les prochaines années à étendre son exposition avec ces derniers. La concentration du marché qui devrait intervenir dans les prochaines années, combinée à la montée en puissance des constructeurs locaux sur les segments **SUV** (*Sport Utility Vehicle*) et **MPV** (*Multi-Purpose Vehicle*), segments attendus en forte croissance sur les années à venir, devrait en effet leur être favorable.

**Grace à sa forte présence auprès des constructeurs asiatiques (26% des ventes, avec Nissan) mais également grâce à sa présence avec des constructeurs américains et européens dans la région nous estimons que le groupe devrait continuer à surperformer ses concurrents et le marché sur les prochaines années.**

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

## 6. A la conquête de la voiture autonome et connectée

### 6.1. La course au véhicule sans conducteur

L'industrie automobile est en pleine mutation, comme beaucoup d'autres secteurs, suite au fort déploiement des appareils connectés et des technologies de communication embarquées (*In Vehicle Infotainment ou IVI*). Les constructeurs travaillent directement avec les équipementiers traditionnels mais également avec des nouveaux entrants dans le secteur technologique sur le développement de la voiture connectée (*navigation, multimédia, téléphonie, service...*) et sur la voiture autonome. Des acteurs étrangers au secteur automobile, tel **Google** ou encore **Apple**, développent également en interne des systèmes de pilotage automatique, en se servant de leur expertise technologique pour devancer les constructeurs historiques.

Cette mutation augmentant le nombre d'équipements nécessaires au sein d'un véhicule devrait avoir **un impact positif pour les équipementiers automobiles comme Valeo** sans pour autant avoir un impact aussi positif pour les constructeurs.

Les principaux constructeurs et équipementiers automobiles se sont lancés depuis quelques années dans une course à la connectivité en développant en interne ou à travers des partenariats avec des entreprises technologiques expertes en connectivité, des systèmes permettant à la voiture de se connecter à d'autres objets connectés et/ou au cloud ; systèmes qui une fois connectés à un système gérant les caméras, capteurs et autres lasers, permettra à la voiture de devenir totalement autonome.

Très présent sur ce segment à fort potentiel, à travers notamment son partenariat avec **Safran, Valeo** fait partie du cercle fermé des équipementiers très technologiques qui développent en interne ou en externe, à travers des acquisitions très ciblées, une expertise sur la connectivité ou encore sur des systèmes d'assistance à la conduite.

**Fig. 9: Principaux acteurs sur le marché du véhicule autonome**

	Nom du prototype/système
Apple	Projet Titan
Delphi	Audi SQ5
Google	Google Car
Mercedes	F015
PSA	Citroën C4 Picasso
Renault	Next Two (Visteon)
Tesla	Model S
<b>Valeo/Safran</b>	<b>Drive4U</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

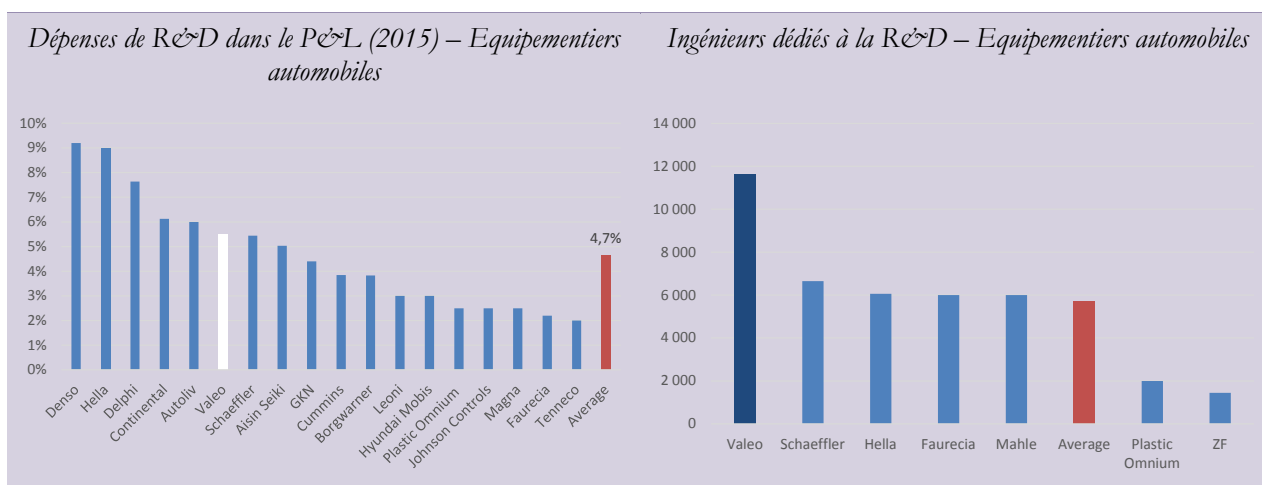
## 6.2. Valeo, à fond dans l'innovation

### 6.2.1. Des aires de start-up

Sous le chiffre d'affaires de Valeo (€14,5Md) digne d'un grand groupe et généré par près de **83 000** employés, se cachent chez Valeo des aires de start-up, notamment à travers une **culture de l'innovation** et une certaine **proximité avec les start-ups**. Bien que le secteur automobile demeure centré sur l'innovation avec des dépenses de recherche & développement conséquentes, en particulier chez les équipementiers automobiles dont la moyenne se situe à **4,7%** du chiffre d'affaires (*contre 5,5% pour Valeo*), Valeo se distingue par son nombre de brevets déposés chaque année.

Avec plus de **11 600** ingénieurs dédiés à la recherche & développement (*soit plus du double de la moyenne européenne chez des acteurs de taille similaire*) et **1 400** brevets déposés en 2015, le groupe s'impose assurément comme **l'un des équipementiers les plus dynamiques en termes d'innovation**, n'étant devancé que par les géants européens comme **Continental**, **Bosch** ou encore le japonais **Denso** dont les activités sont de surcroît plus larges. Une telle vivacité dans la recherche qui a valu à Valeo sa présence dans le *TOP 100 Global Innovators* réalisé par Thomson Reuters en 2012, 2013 et 2015. A noter que le groupe était **le seul équipementier européen à être listé dans le dernier Top 100**.

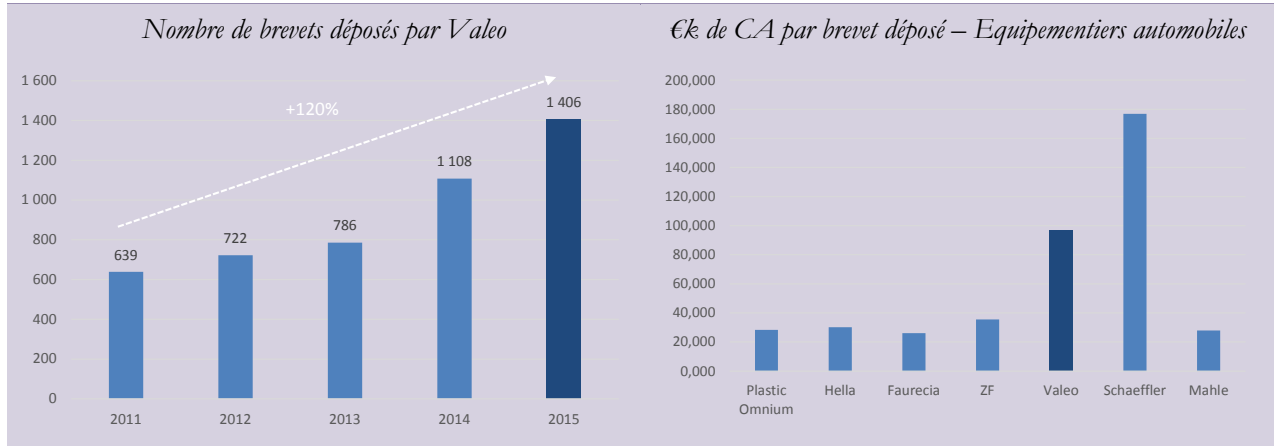
**Fig. 10: Valeo, l'un des équipementiers européens les plus axés sur l'innovation**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Avec un nombre de **dépôts de brevets qui a plus que doublé** en seulement quatre ans (*1 406 en 2015 contre 639 en 2011*) Valeo a tendance à protéger ses innovations de manière plus stricte. Une démarche qui fait sens dans une industrie où **l'innovation permet aux équipementiers de se protéger contre des pressions tarifaires** de la part des constructeurs tout en gardant ces derniers captifs dans un environnement où seule l'innovation permettra d'atteindre les objectifs réglementaires. Ainsi, Valeo figure parmi les équipementiers qui protègent le plus leurs technologies (*selon un panel d'acteurs communiquant assez d'information pour les classer*) avec plus de **1 400** brevets déposés en 2015 et un portefeuille de plus de **37 000** brevets. En 2015, Valeo a déposé près de **100 brevets par milliard d'euro de chiffre d'affaires**, un seuil bien supérieur à la majorité des autres équipementiers du panel qui ne dépassent pas les 40 brevets/€Md de CA.

**Fig. 11: Valeo ou la protection de la propriété intellectuelle à tout prix**

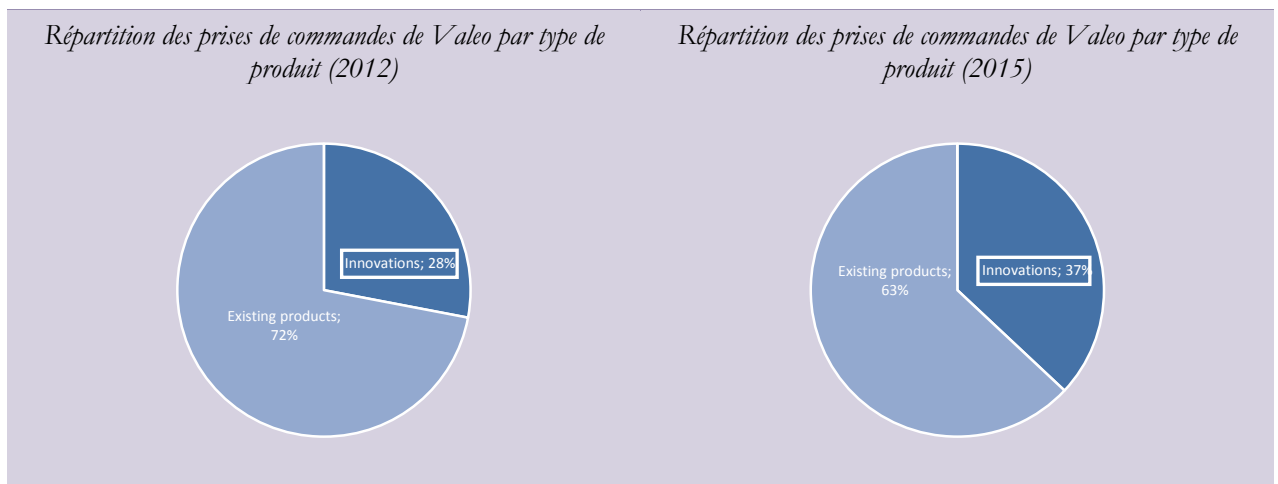


Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Les innovations ont un impact prix positif sur le CA du groupe et sur son «pricing power».

Allouer des ressources à la recherche et industrialiser l'innovation est une chose, mais la **monétiser** auprès des clients en est une autre, d'autant plus qu'elle est primordiale pour Valeo et ses ambitions de croître plus vite que le marché. Dans les faits, on constate qu'historiquement plus d'un quart des prises de commandes faites à Valeo concernent des innovations (*des produits ayant été récemment développés*). Cette part a même tendance à se renforcer, passant de **28%** en 2012 à **37%** en 2015, suivant la tendance haussière du nombre de brevets déposés par le groupe, signe que les **efforts de recherche sont à même d'engager un renouvellement du portefeuille de produits et répondent à un réel besoin des clients**. Il est également important de noter que ces innovations ont un impact prix positif sur le CA du groupe et donc sur son «pricing power».

**Fig. 12: Répartition des prises de commandes de Valeo par catégorie de produits**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Outre les efforts directs de R&D, Valeo multiplie également les **actions de promiscuité avec Punivers des start-up** (*private equity, promotion des innovations, programme d'incubation, recherche de partenariats*). En août 2015 le groupe a par exemple investi **€22m** dans **Cathay Capital** (*un fonds d'innovation Sino-Français*) sous la forme d'un partenariat lui attribuant un rôle plus prééminent qu'un simple investisseur de véhicule d'investissement, et donc d'avoir accès aux entreprises ciblées par le fonds. Avec un spectre d'investissement sur les **Etats-Unis, l'Europe et la Chine**, Valeo acquiert ainsi un accès ciblé aux entreprises les plus innovantes et les plus demandeuses de fonds, le but étant implicitement de nouer des partenariats sur le moyen-long terme.

Dans le même état d'esprit, un bureau a été ouvert à **Palo Alto** en **Californie**, situé dans la célèbre **Silicon Valley** qui est également le cœur névralgique de la technologie, afin de rester au plus près des acteurs les plus technologiques comme les géants de l'internet et autres start-ups en croissance. Ce bureau assure en réalité une mission de veille sur les innovations que les entreprises du secteur « *consumer electronics* » peuvent apporter à l'automobile.

Sur le Vieux continent, Valeo a récemment invité pas moins de **40 start-up** à son stand du salon *Viva Technology* afin de promouvoir leurs dernières innovations en matière de conduite autonome et réduction d'émissions aux visiteurs du célèbre salon international de la technologie. Cette action fait d'ailleurs suite au lancement d'un **programme d'incubation** virtuel lancé par Valeo plus tôt cette année et dédié à la recherche de start-ups technologiques avec lesquelles le groupe serait susceptible de pouvoir collaborer dans ses projets de véhicules connectés et autonomes.

Cette méthode d'**accès accéléré et faiblement capitalistique à la technologie** est bien évidemment favorable pour Valeo ainsi que pour les start-ups, qui bénéficient des infrastructures et du réseau du groupe pour industrialiser à grande échelle des savoir-faire ultra-spécifiques. **Cela permettra plus tard à Valeo de surperformer plus facilement la production automobile mondiale.**

## 6.2.2. Des partenariats très technologiques

Outre les efforts de R&D internes, Valeo entend rester concentré sur le **développement du véhicule connecté et autonome via une approche partenariale et participative** de la recherche et développement. Dans cette optique, le groupe a multiplié les rapprochements stratégiques avec des acteurs technologiques mais également les accords publics et collaboratifs avec notamment des **partenariats d'organisations collaboratives institutionnelles** (*avec l'European Road Transport Research Advisory Council chargé de tracer une feuille de route pour le développement du véhicule autonome en Europe*), des **pôles de compétitivité** (*Institut de recherche technologique system X, Institut pour la transition énergétique*) ou encore à travers des **partenariats académiques** (*encadrement et financement de thèses, projets collaboratifs multipartites ... etc*).

Néanmoins, **les accords privés restent les plus créateurs de valeur et l'un des piliers de la stratégie d'innovation** technologique du groupe depuis 2001 avec les premiers partenariats noués autour de l'assistance à la conduite. Ce thème de l'assistance à la conduite et plus largement de la voiture autonome est depuis resté le cœur de cible des investissements du groupe.

En vue de renforcer son expertise en assistance à la conduite, Valeo a noué deux partenariats avec **Fujitsu Ten** (*équipementier automobile japonais*) et **LeddarTech** (*fabricant de solutions de détection et de télémétrie*) sur des systèmes embarqués de sécurité active et plus particulièrement la **détection d'obstacles** à travers des radars à ondes millimétriques et des capteurs infrarouges. Des procédés permettant au véhicule de détecter rapidement la présence d'obstacles sur la route ainsi que d'autres véhicules quelle que soit les conditions météorologiques, cette technologie inclut également un système de freinage automatique en cas de collision imminente.

La sécurité active n'étant qu'un outil intermédiaire à l'autonomisation de la voiture, Valeo s'engage également dans des rapprochements qui concernent directement la **voiture autonome**. C'est notamment le cas avec **Safran** (*développeur d'applications dédiées à l'aérospatial, défense, sécurité*) et **Mobileye** (*équipementier automobile israélien*) afin de développer des produits portant sur le suivi de vigilance du conducteur, la vision à 360 degrés, la vision dans des conditions météorologiques extrêmes et la robotisation des véhicules. L'alliance avec Safran a permis à Valeo de présenter début 2015 un **prototype fonctionnel d'un véhicule hautement automatisé** appelé « Drive4U » et équipé de capteurs tels que des caméras, radars, ultra-sons, et d'un laser scanner. Ces capteurs génèrent en temps réel des données permettant de détecter et caractériser l'environnement de conduite. Parallèlement, la combinaison des compétences de Valeo (*caméras embarquées*) et de Mobileye (*microprocesseurs, algorithmes de vision numérique et scanner laser*) a fait émerger un **prototype de véhicule autonome** présenté fin 2015: le « Cruise4U » (*VW Golf SW standard équipée d'un scanner laser Scala de chez Valeo*).

Dans la prolongation de ce partenariat, Valeo a récemment entrepris un voyage de **21 000km** à travers les Etats-Unis pour **son prototype Cruise4U**, soit le plus long parcours en véhicule partiellement automatisé jamais entamé en Amérique du Nord, afin de démontrer la viabilité de son innovation.

Dans une moindre mesure, la thématique de la **voiture connectée** a aussi été l'objet d'un partenariat entre Valeo et **Cap Gemini** avec la création d'un système d'accès et de démarrage permettant au conducteur d'utiliser son smartphone pour verrouiller, déverrouiller et démarrer son véhicule. Cette **clé virtuelle « InBlue »** n'est pour l'instant qu'en phase d'expérimentation pour les flottes d'entreprises et loueurs de voitures courte-durée depuis début 2016.



Valeo semble cependant avoir élargi son spectre de compétences visées par sa stratégie partenariale en annonçant en avril 2016 la création d'une **Joint-Venture avec Siemens** sur le segment des **composants pour véhicules électriques**. La création d'une entreprise détenue à 50/50 devrait être **opérationnelle d'ici la fin de l'année 2016** et composée de **700 personnes** (*200 salariés de Valeo rejoindront les 500 ingénieurs de Siemens travaillant déjà sur le sujet*). Le but étant de proposer une gamme complète de composants et de systèmes de **60 volts** et plus pour équiper des **véhicules hybrides, hybrides rechargeables et 100% électriques** : moteurs électriques, chargeurs embarqués, onduleurs, convertisseurs DC/DC. Valeo apportera son expertise sur les activités d'électronique de puissance haute tension tandis que Siemens contribuera à travers sa division systèmes de propulsion pour véhicules électriques. La JV, dont le chiffre d'affaires est attendu à **'plusieurs centaines de millions d'euros d'ici 2020'** par le management, devra donc faire face à la concurrence de Denso, Continental ou encore Bosch sur un marché qui devrait croître d'environ **20% par an** jusqu'en 2020. Ce partenariat est l'occasion pour Valeo de développer son expertise sur le moteur électrique, un élément manquant pour proposer une offre complète sur le thème de la traction électrique.

Aujourd'hui, s'allier à des experts technologiques permet de **partager les investissements de recherche et développement** ainsi que de créer des **effets de synergies liées aux compétences phares de chaque partie prenante**. De tels avantages ne peuvent être éconduits dans la **course à la voiture sans conducteur** à laquelle se livrent la grande majorité des constructeurs et équipementiers automobiles.

**Fig. 13: Exemples de partenariats technologiques**

Date	Partner	Type of partnership	Financial metrics	Autonomous car	Connected car	Electric car	Related project/product
Mar-13	Safran	Technological partnership		x			Drive4U
Nov-13	Fujitsu Ten	Technological partnership		x			
Feb-14	LeddarTech	Technological partnership		x			
Mar-15	Mobileye	Technological partnership		x			Cruise4U
Nov-15	Cap Gemini	Technological partnership			x		InBlue
Dec-16	Siemens	Joint-Venture	50/50			x	

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.3. De récentes acquisitions très stratégiques

Avec la dernière acquisition en 2011 du japonais **Niles** (*systèmes à commutation*), les récentes annonces de décembre 2015 et du début d'année 2016 confirment une **réelle inflexion dans le rythme des acquisitions** effectuées par Valeo. Comme le management l'a annoncé, le groupe veut désormais prendre part à la consolidation en cours dans le secteur des équipementiers automobiles, en se concentrant essentiellement sur des **acteurs leaders positionnés sur des marchés de niche, porteurs et très technologiques**. L'objectif étant d'élargir son champ de compétences sur des segments d'avenir, ne se limitant pas à la voiture connectée et autonome d'ailleurs, via l'intégration de société qui connaissent des taux de croissance plus soutenus que Valeo.

En fin d'année 2015, Valeo a annoncé l'acquisition de **Peiker**, fournisseur allemand de technologies **de télématique embarquée et de solutions de connectivité mobile**, pour un montant estimé de **€300m** (*5,1x l'EBITDA et 7,7x l'EBIT*), ainsi que l'acquisition de **Spheros**, le leader mondial des **systèmes d'air conditionné pour autobus** pour un montant estimé de **€314m** (*8,4x l'EBITDA et 12,6x l'EBIT*). Puis en juin 2016, Valeo a annoncé prendre le contrôle de **FTE**, une société allemande

Depuis fin 2015, Valeo a investi pour €1,4Md de M&A pour acquérir trois spécialistes allemands

spécialisée dans les embrayages et les transmissions de voitures, pour un montant de **€819m** (10,8x l'EBITDA et 21,6x l'EBIT).

A noter que les acquisitions de **Peiker** et **Spheros** ont déjà été approuvées par les autorités de la concurrence, seul **FTE** reste soumis à l'approbation des autorités de la concurrence européenne et brésilienne.

**Fig. 14: Des acquisitions relatives sur la marge du groupe**

Integration	Target	Activities	Employees	2015 sales (€m)	EV	EBITDA margin	EV/EBITDA 2015	EV/EBIT 2015
Q2-16	Peiker	Connectivity (telematics)	1 000	325	296	15.0%	10.8x	21.6x
Q2-16	Spheros	Thermal systems (buses)	1 100	250	314	15.0%	8.4x	12.6x
Q1-17	FTE Automotive	Clutch and transmission systems (cars)	3 700	505	819	20.0%	8.2x	11.7x
<b>Average</b>						<b>16.0%</b>	<b>8.1x</b>	<b>14.0x</b>
Valeo - 2015						12.7%	6.5x	11.2x

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.3.1. Peiker

Après un accord de coopération technologique signé en février 2015 avec l'équipementier allemand **Peiker** (acteur de la *télématique embarquée et de la connectivité*), Valeo annonce en décembre 2015 l'acquisition de ce même groupe afin d'étendre sa gamme de **solutions de géolocalisation, de connectivité des véhicules aux réseaux mobiles et de cyber sécurité**. Le savoir-faire en matière d'électronique embarqué de Valeo, allié à l'expertise technologique de Peiker, doit permettre au groupe d'offrir aux constructeurs automobiles de nouveaux systèmes télématiques dotés de fonctions de connectivité à haut débit. Une potentielle gamme qui comprend notamment des produits permettant les communications de **véhicule à véhicule (V2V)** et de **véhicule à infrastructure (V2I)**, compatibles avec les futurs services de l'Internet mobile LTE Advanced (4G+).

A travers cette opération, Valeo se hissera comme le **numéro 2 mondial** sur ce segment, derrière l'équipementier **LG**, tout en héritant du portefeuille clients de Peiker essentiellement tourné vers les **constructeurs allemands haut-de-gamme**. L'intégration des équipes de Peiker comprend également une équipe de plus de **150 ingénieurs**, basés en Allemagne, venant étoffer les équipes du groupe. A titre de rappel, la généralisation de la connectivité dans l'habitacle des véhicules devrait supporter le marché des télématiques d'environ **30% par an** (BergInsight, Mordor Intelligence).

**Fig. 15: Peiker, un acteur de la connectivité automobile**

*Systeme cellulaire - Peiker*



*Module de connexion - Peiker*



Source: Motorlegend; Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.3.2. Spheros

En décembre 2015, deux jours après l'annonce de l'acquisition de Peiker, Valeo rend public son accord de rachat de l'équipementier **Spheros** (*leader dans les systèmes d'air conditionné pour autobus*) auprès d'un fonds de private equity Deutsche Beteiligungs. Valeo entend ainsi étendre ses compétences en **systèmes thermiques pour autobus** (*dont le marché est attendu en croissance d'au moins 5% par an pour les prochaines années, porté par le développement des transports en commun et dans un processus d'urbanisation accélérée*) tout en **transposant ces compétences sur d'autres types de véhicules plus légers** comme les voitures particulières et véhicules utilitaires légers.

Les **synergies liées à cette opération concernent à la fois les processus industriels et l'implantation géographique**. Spheros achète de nombreux composants pour réaliser ses systèmes thermiques, or Valeo en produit lui-même un grand nombre pour ses propres systèmes destinés aux voitures. De surcroît, Spheros a développé des positions stratégiques solides sur tous les grands marchés géographiques mondiaux, hormis la Chine où Valeo est bien implanté et capable d'y valoriser les compétences de Spheros.

**Fig. 16: Spheros, un acteur dans les systèmes thermiques pour autobus**

*Module thermique « Thermo S » de Spheros*



*Module d'air conditionné - Spheros*



Source: Spheros; Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.3.3. FTE

L'équipementier automobile allemand **FTE** (*spécialisé dans la production d'actionneurs pour systèmes d'embrayages et de transmissions*) détenu par le fonds de private equity **Bain Capital** est la dernière cible en date de Valeo. Son rachat acté par la signature d'un accord avec le fonds Bain Capital en juin 2016 devrait garnir l'offre de Valeo avec des **actionneurs** et en particuliers des systèmes d'actionneurs hydrauliques actifs. Ce segment se révèle de plus en plus stratégique, porté par l'essor des **transmissions à double embrayage et des véhicules hybrides** en réponse à la tendance actuelle qui vise une réduction des émissions de CO<sub>2</sub>.

Au-delà de la complémentarité de sa base clients par rapport à Valeo, FTE devrait contribuer à **renforcer l'activité de remplacement de Valeo** qui reste une activité généralement bien plus rentable (*10% de marge d'EBIT en moyenne*) que la première monte.

L'équipementier FTE réalise en effet **un tiers** de son activité sur la seconde monte et plus de **30%** hors d'Europe, parfaitement en phase avec la forte internationalisation de Valeo engagée depuis quelques années. L'opération reste sujette à l'approbation des autorités de la concurrence mais devrait être **finalisée au cours du T4 2016 ou T1 2017**. Avec des marges générées par FTE plus élevées que Valeo, son intégration devrait avoir un effet relatif immédiat. **Dans notre modèle FTE est consolidé dans les comptes de Valeo à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017.**

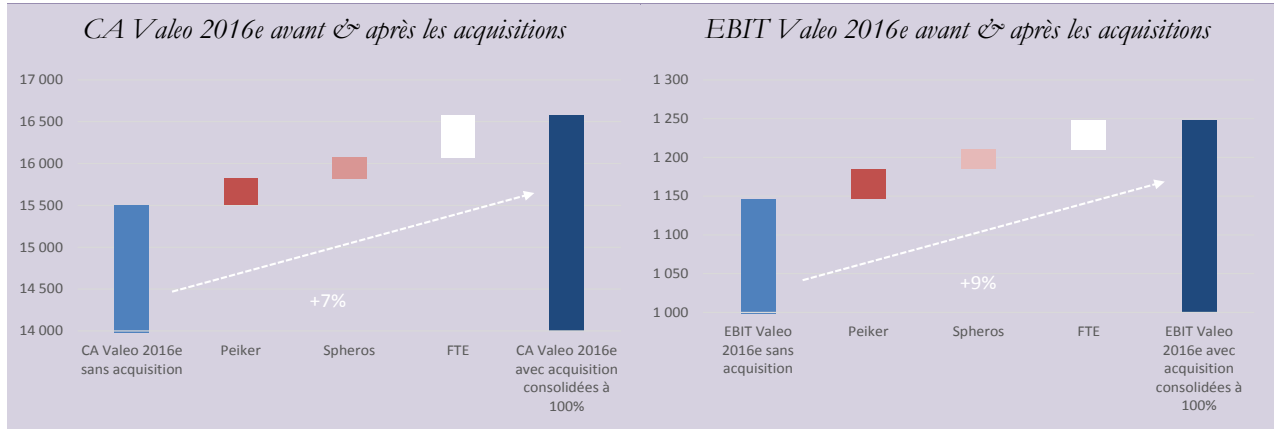
### 6.3.4. Des acquisitions relatives dès la première année

Concernant ces trois acquisitions il est important de noter que:

- Elles sont **toutes relatives sur le BPA du groupe** dès la première année d'intégration
- Elles sont **relatives sur les marges d'EBITDA et d'EBIT** du groupe (*+15bp sur la marge opérationnelle du groupe, post-intégration, sans prendre en compte les potentielles synergies/gains de coûts*).
- Elles permettent toutes d'accéder soit à un **nouveau marché** soit à **une nouvelle clientèle** (*marché des autobus pour Spberos, marché de la transmission pour véhicule hybride avec FTE, et enfin marché de la connectivité avec les constructeurs allemands avec Peiker*).
- Ces intégrations viennent accroître le profil de croissance et de rentabilité du groupe, **mais ne sont pas intégrées dans les objectifs 2020 du groupe**, objectifs dévoilés en 2015 (*voir section 7 page 23*). D'après nous le groupe devra réajuster ces objectifs courant 2017 afin de réintégrer ces acquisitions et afin de guider au mieux le marché, étant donné que ces trois acquisitions augmentent le CA 2016e du groupe de **7%** (*consolidé à 100% en 2016*) et le résultat opérationnel du groupe de **quasiment 9%**.

Le groupe devra réajuster ces objectifs courant 2017 afin de réintégrer ces acquisitions et afin de guider au mieux les investisseurs.

Fig. 17: Des acquisitions structurantes pour le groupe

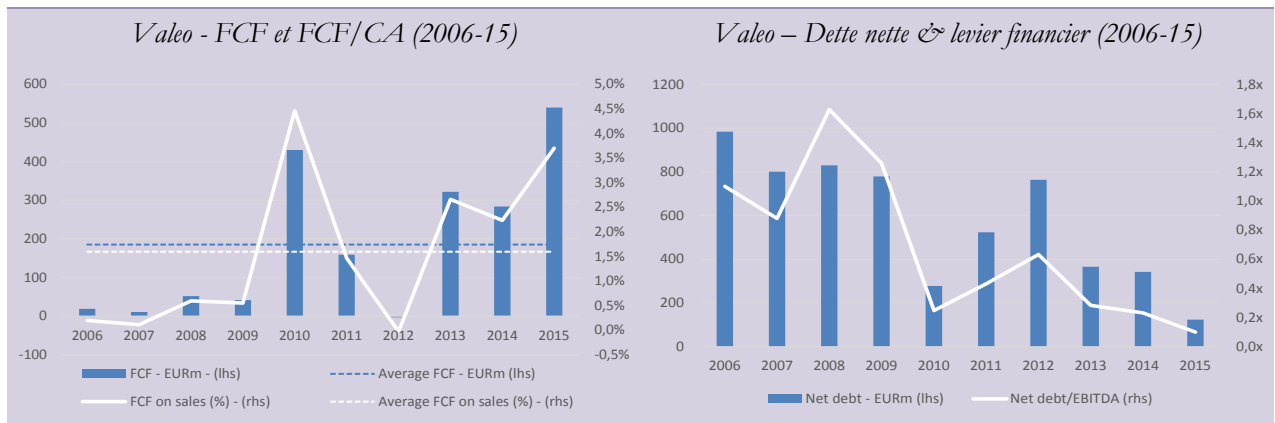


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

### 6.3.5. D'autres à venir ?

Grâce à une forte génération de cash et un faible niveau d'endettement, même après les acquisitions de **Peiker**, **Spheros** et **FTE**, Valeo dispose d'une flexibilité financière conséquente, lui permettant ainsi de continuer sa stratégie opportuniste de croissance externe. Le groupe a toujours eu pour ambition, depuis l'arrivée de M. Aschenbroich à la tête du groupe en 2009, d'acquérir **une et deux entreprises par an** afin d'accroître ses compétences sur un marché existant ou au contraire afin de rentrer sur un nouveau marché. Depuis 2009, en sus de ses trois récentes acquisitions, Valeo a acheté l'équipementier **Niles** pour un montant de **€313m**, lui permettant ainsi de devenir le leader mondial sur le marché des contrôles intérieurs. **Avec seulement quatre opérations signées en 6-7 ans le groupe est donc en retard sur ses ambitions de croissance externe.** En prenant nos estimations 2017 ainsi qu'un levier financier **dette nette/EBITDA moyen de 0,7x (2008-16)** nous estimons que le groupe est encore capable de dépenser au minimum **€660m**. Cette enveloppe pourrait cependant facilement monter à **>€2,5Md** si on prend comme levier financier **1,6x**, le niveau maximum que le groupe a atteint pendant la crise 2008-09 qui a affecté le secteur. A noter que sur un montant brut de dettes financières à long terme et à court terme de **€2,4Md**, seulement **€123m** (*emprunts syndiqués et emprunts Banque Européenne d'Investissement*) sont soumis à l'engagement de Valeo de maintenir le ratio d'endettement financier dette nette/EBITDA inférieur à **3,25x**, très loin du **0,1x** affiché par le groupe fin 2015 et du **0,7x** estimé post acquisition en 2016 (*impact négatif sur le cash de l'achat de FTE fin 2016, avec une pleine consolidation prévue en 2017*).

Fig. 18: Valeo, un bon exemple de « cash-cow » dans le secteur



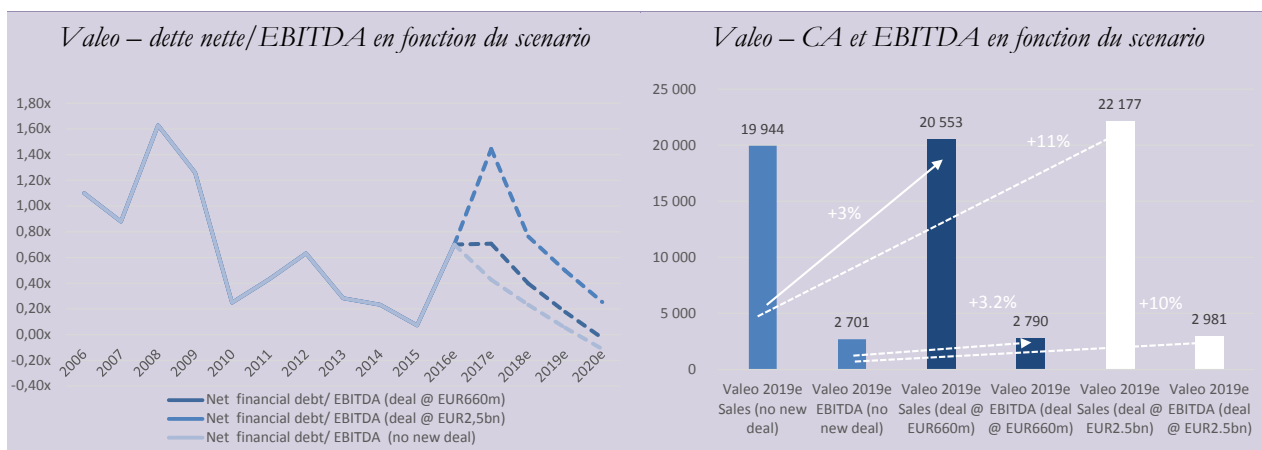
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons un impact de €1/action et de €4/action sur notre FV si Valeo annonce une nouvelle acquisition pour des montants respectifs de €660m et €2,5Md.

La forte génération de cash du groupe, liée à une amélioration de sa marge opérationnelle et à un contrôle strict des investissements, devrait permettre à Valeo de financer sa croissance externe sans avoir recours au marché actions. En investissant **€660m** en 2017 en sus des **€1,4Md** dépensés pour acquérir **Peiker, Spheros et FTE**, nous estimons que levier financier de Valeo retomberait à son niveau de 2013-14-15 (*0,25x en moyenne*) en 2019 (*2 ans après la consolidation de la nouvelle cible*) tandis qu'il retomberait à ce niveau en 2020 (*3 ans après*) si le groupe investit **€2,5Md**. Tandis que la première acquisition lui permettrait de se renforcer dans un marché de niche (*acquisition de type Peiker ou Spheros*) et permettrait au groupe de largement dépasser son objectif 2020 de **€20Md** de chiffre d'affaires dès 2019; la seconde lui permettrait de prendre le contrôle d'un concurrent plus petit ou de rentrer dans le capital d'un acteur très technologique (*par forcément très exposé au secteur automobile*) ainsi que d'atteindre plus de **€22Md** de CA en 2019. **Nous estimons un impact de €1/action et de €4/action sur notre FV si Valeo annonce une nouvelle acquisition pour des montants respectifs de €660m et €2,5Md.**

La dernière émission obligataire de Valeo, réalisée en mars 2016 dans le cadre du programme de financement à moyen et long terme **Euro Medium Term Note** (*€600m à échéance 2026, assorti d'un coupon fixe de 1.625%*), nous permet de penser que le groupe n'aura pas de difficultés particulières à trouver du financement pour de nouvelles acquisitions.

**Fig. 19: Un levier financier flexible pour accroître significativement la taille du groupe**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

## 7. Des objectifs financiers ambitieux, et déjà intégrés par le consensus

Lors de sa journée «investisseurs» organisée le **16 mars 2015** à Londres, l'équipe dirigeante de Valeo a dévoilé des objectifs commerciaux et financiers à moyen-long terme, objectifs que nous jugeons **légèrement ambitieux** notamment au vue de la conjoncture actuelle sur le secteur automobile.

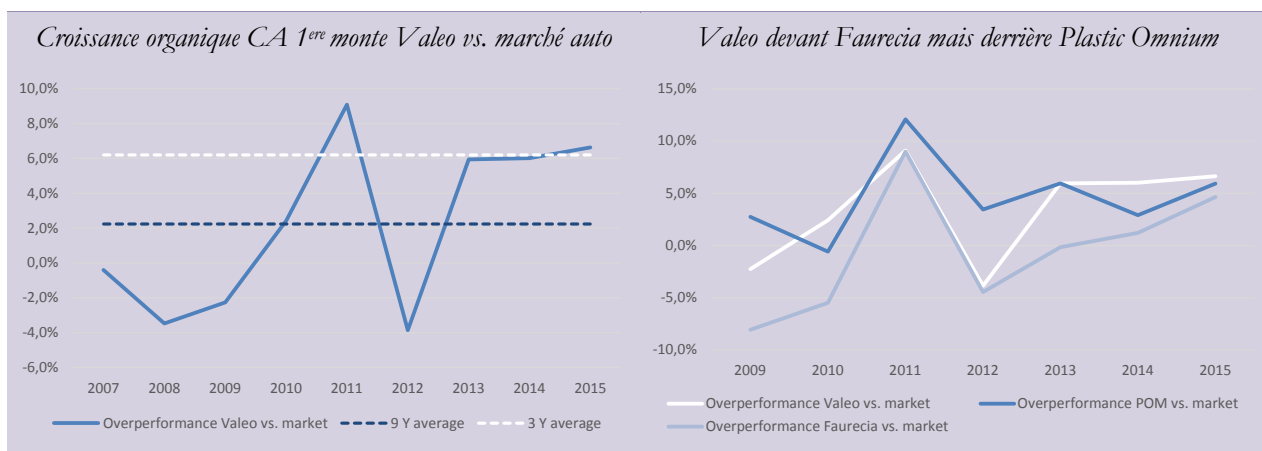
Fort d'un «*track-record*» très positif par le passé, le degré de crédibilité du groupe nous paraît important, cependant étant donné qu'une part non négligeable de la croissance du chiffre d'affaires du groupe sur les quatre prochaines années est tirée par la **production automobile mondiale** nous estimons qu'un risque d'ajustement à la baisse est envisageable. Il est cependant important de noter que les objectifs 2020 annoncés par le groupe en 2015 **ne prennent pas en compte de croissance externe**, complexifiant l'analyse comparative entre les attentes du marché sur ce plan et ce que le groupe va publier post consolidation de **Peiker, Spheros et FTE**.

### 7.1. Des objectifs financiers ambitieux ?

#### 7.1.1. Des hypothèses « marché » trop optimistes ?

Basée sur les hypothèses LMC (*consultant automobile*) de l'époque, qui prévoyaient un TCAM de **3%** entre 2014 et 2020 pour la production automobile mondiale, grâce notamment à une croissance annuelle de **5%** de la production en Chine, et de **4,5%** en Amérique du Sud, Valeo ambitionne de générer en 2020 un chiffre d'affaires sur la première monte de **€17,4Md** contre **€10,4Md** reflétant un TCAM sur les ventes de **8%**, et donc impliquant une surperformance annuelle de la part de Valeo par rapport au marché automobile de **5pp**. Pour rappel depuis 2009, la surperformance annuelle du groupe par rapport au marché a été en moyenne **supérieure à 2%** (*croissance organique du CA première monte comparée à l'évolution en volume de la production automobile mondiale*). Sur les 3 dernières années, cette surperformance est d'ailleurs proche de **6%**, expliquant la guidance de **5 points indiquée par le groupe**.

**Fig. 20: Un groupe qui historiquement surperforme le marché, mais pas de 5pp**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Grâce à ses produits technologiques et innovants mais également grâce à son important carnet de commandes venant de la Chine (27% du carnet de commandes du groupe contre seulement 14% du chiffre d'affaires) Valeo ambitionne de croître de plus de **16%** par an en Asie soit plus de **9,5pp** de plus que le marché sur la même période. Le groupe ambitionne également de surperformer de **9pp** par an la croissance du marché américain, marché que nous jugeons comme la Chine à risque à moyen terme (*point haut aux Etats Unis en 2015 et ralentissement du marché automobile chinois courant 2015*).

Il est important de noter que sur les trois dernières années, la surperformance de Valeo à principalement était tirée par l'**Europe** et par l'**Asie** alors que les attentes de surperformance du groupe portent principalement sur les marchés américains et asiatiques.

**Fig. 21: Valeo ambitionne de surperformer le marché de 5pp par an d'ici 2020**

	2014	2015	2020	2015-20	TCAM 2015-20	2014-20	TCAM 2014-20	LCM 2014-20	Valeo vs. market
Europe & Africa	5 445	6 125	6 887	12,4%	2,4%	26,5%	4,0%	3,10%	0,89%
North America	2 178	2 826	3 951	39,8%	6,9%	81,4%	10,4%	0,90%	9,53%
Asia-Oceania	2 940	3 385	6 175	82,4%	12,8%	110,0%	13,2%	3,50%	9,67%
South America	327	264	386	46,3%	7,9%	18,2%	2,8%	4,50%	-1,67%
<b>Total</b>	<b>10 890</b>	<b>12 600</b>	<b>17 400</b>	<b>38,1%</b>	<b>6,7%</b>	<b>59,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>3,00%</b>	<b>5,12%</b>

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Bien que le groupe ait confirmé ses estimations de croissance moyen terme durant ses publications T1 et S2-16, nos modèles **Faurecia, Hella, Plastic Omnium, et Valeo** intègrent une hausse de la production automobile mondiale de **2,4%** pour 2016 (*en ligne avec les attentes de marché de Valeo*) et une hausse en moyenne de **1,7%** par an d'ici 2020, soit en dessous des attentes de l'équipementier (*attentes basées sur les estimations LMC*).

Cet écart de **1,3pp** par an sur les quatre prochaines années implique une évolution plus faible de nos estimations Valeo sur la période 2015-20 comparée aux objectifs du groupe. En excluant les trois acquisitions annoncées par le groupe en début d'année (*Peiker, Spheros et FTE*), et donc non intégrées dans l'objectif de CA de **€20Md**, notre modèle Valeo nous donne un CA de **€20,04Md** tout juste, grâce principalement à l'avance prise par le marché et par Valeo en 2015 et 2016 par rapport au plan 2014-20. Pour rappel la production a augmenté de **2%** en 2015, production que Valeo a sur-performé de **6 points**, et les attentes actuelles pour 2016 sont de **2,4%** pour le marché, et de **8 points** de surperformance pour Valeo.

Nous estimons que la guidance du groupe sur le CA 2020 pourrait être à risque si 1/la production automobile sur la période 2017-20 croît de **0,7%** contre **3%** anticipé par Valeo et **1,7%** dans notre modèle actuellement, ou 2/ si la surperformance du groupe par rapport au marché sur la période 2017-20 n'est que de **3,7%** contre **5%** attendu par le groupe. Etant donné la très bonne performance du groupe sur les trois dernières années, nous pensons que le deuxième scénario de sous performance est moins crédible, cependant, au regard des attentes du groupe par rapport à l'évolution de la production automobile mondiale, nous continuons de penser qu'un risque d'ajustement à la baisse des prévisions de marché est possible.

Ainsi, au regard de nos différents calculs, nous pensons que la guidance du groupe sur son CA 2020 devrait être respectée, notamment grâce à l'avance prise sur 2015 et 2016, mais seulement de justesse. **Cette guidance nous paraît donc ambitieuse, mais réalisable.**



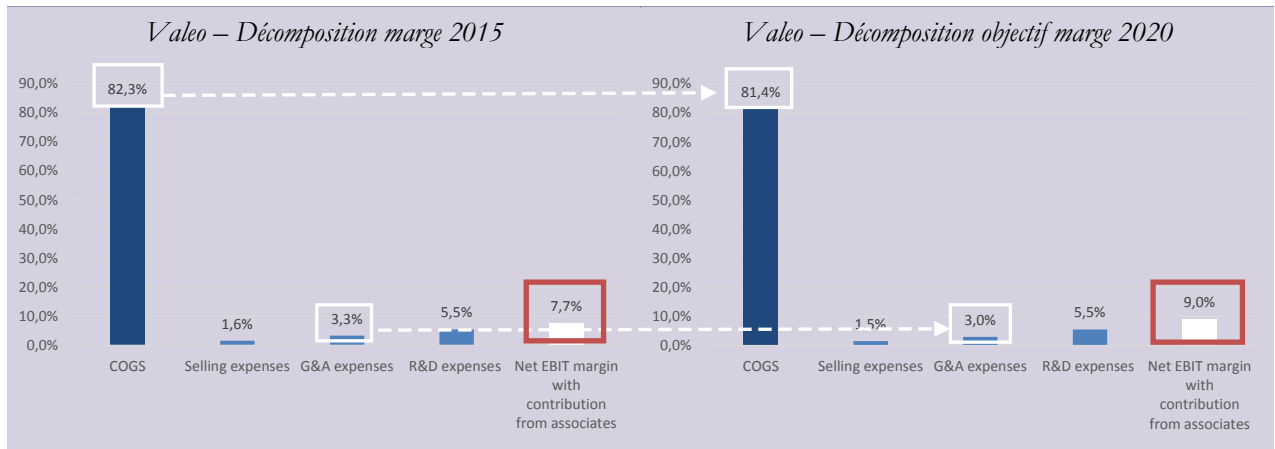
### 7.1.2. Un objectif de marge jamais atteint auparavant

Valeo ambitionne également d'atteindre une marge opérationnelle (*incluant les contributions des JVs et des associés*) de **8%** d'ici 2017 et de **8 à 9%** d'ici 2020 contre **7,2%** en 2014 et **7,7%** en 2015, impliquant un gain de **4,3pp** par rapport à la marge opérationnelle moyenne du groupe entre 2007-15. Atteindre **9%** serait donc un record et un challenge pour le groupe, nécessitant en interne la mise en place de nouvelles méthodes de travail afin d'optimiser la base de coûts fixes des actifs industriels mais également afin de réduire les dépenses administratives. **Pour rappel cet objectif annoncé en 2015 est un objectif à périmètre constant et exclu de facto tout impact sur les marges venant d'acquisitions relatives.** Le groupe a également indiqué des objectifs 2020 de marges d'EBITDA par activité et ambitionne de générer sa plus forte amélioration de rentabilité dans le segment d'assistance à la conduite (+3pb).

Pour atteindre cet objectif le groupe dispose de plusieurs leviers, au-delà de **l'amélioration du levier opérationnel** qui consiste à absorber au mieux les coûts fixes du groupe:

- **L'amélioration du mix produit**, avec une croissance **10 à 12 fois plus rapide** des produits innovants par rapport aux produits traditionnels du groupe, générant des marges brutes plus élevées, au profit du levier opérationnel.
- **Une baisse des dépenses administratives** en dessous de **3%** du CA contre **3,3%** en 2015 et **3,5%** en 2014 grâce notamment à une intensification de la stratégie de digitalisation en interne et grâce à un alignement des méthodes de travail vers un benchmark interne.
- **Le contrôle des dépenses en R&D**: Valeo a pour objectif de dédier une part importante de ses dépenses en R&D à ses produits innovants au détriment des produits plus traditionnels et à moins forte valeur ajoutée, tout en optimisant au niveau du compte de résultat la part en % des dépenses non capitalisées. Le groupe ambitionne de maintenir un ratio de dépenses nettes en R&D sur CA à **5,5%** d'ici 2020 en ligne avec 2015 et 2014.
- **L'optimisation des investissements industriels** à travers la mise en place de plus de processus de standardisation au niveau des outils industriels, et plus de synergies entre les sites de production existants, notamment dans les zones à forte croissance. Le groupe ambitionne de maintenir le ratio d'investissements sur CA **entre 4,5% et 5%** contre **4,9%** en 2015 et en 2014.
- **L'amélioration de la rentabilité nette des JVs et des entreprises associées**: Le groupe prenant dans son calcul de rentabilité opérationnelle le résultat net des JVs et autres sociétés associées (*sans prendre leurs CA dans le CA du groupe*) toute amélioration consécutive des résultats nets ou de la rentabilité nette d'**Ichikoh**, de **Detroit Thermal Systems** ou encore des **coentreprises chinoises** aura un impact direct sur la rentabilité de Valeo. Fin 2015, sur la marge de **7,7%** annoncée par le groupe, ces entreprises représentaient à elles seules, **40pb**.

**Fig. 22: Plus de marge grâce à un meilleur contrôle des G&A et des coûts fixes**



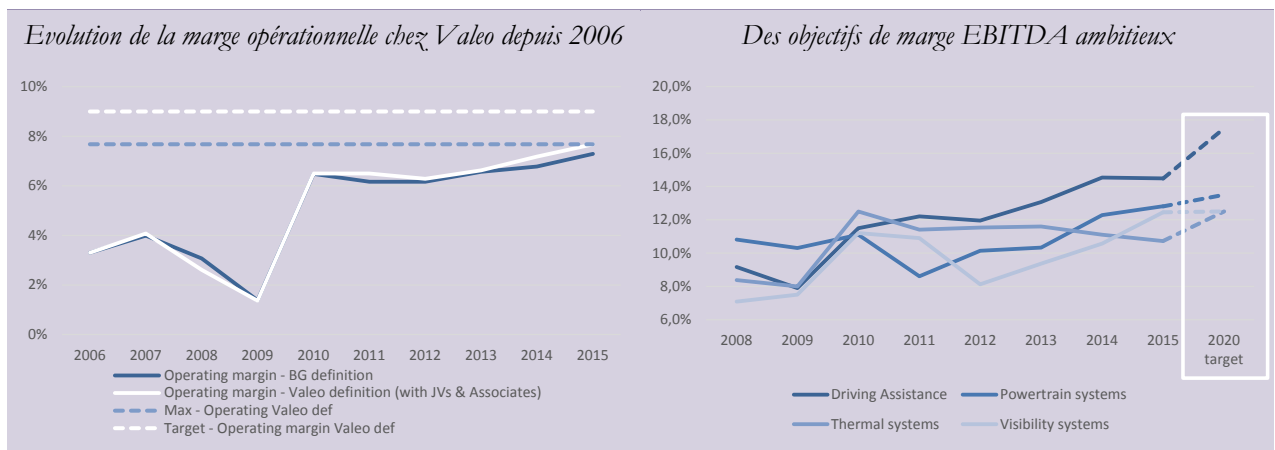
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans un secteur où les équipementiers génèrent désormais des marges plus importantes que les constructeurs (8,6% de marge opérationnelle en moyenne pour les équipementiers contre 6,6% pour les constructeurs), et où les meilleurs équipementiers génèrent entre **11 et 13% de marge**, nous estimons l'objectif de Valeo de faire passer sa marge de **7-7,5% à 8-9% crédible**. Cependant nous estimons que cette optimisation des différentes bases de coûts et cette plus forte absorption des coûts fixes restent en partie dépendantes des bonnes conditions du secteur. Or actuellement, notre vision sur le secteur est plutôt prudente étant donné que nous modélisons un ralentissement de la production automobile mondiale sur 2017 et sur les années suivantes.

Ainsi pour 2020, nous modélisons seulement une marge opérationnelle de **8,6%** (définition Valeo sans intégrer les récentes acquisitions de Peiker, Spheros et FTE qui ont un impact relatif sur la rentabilité du groupe) en dessous du haut de fourchette de l'objectif du groupe, **en ligne avec les attentes du marché**.

**Cet objectif semble ainsi atteignable mais pas entièrement, et surtout nous semble déjà assimilé et valorisé par le marché.**

**Fig. 23: Vers une marge opérationnelle de 9% et une marge EBITDA de 14% au niveau groupe**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

## 8. Nos estimations

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Plastic Omnium**, notre modèle **Valeo** intègre les estimations de production automobile de **+2,4%** pour 2016, puis de **+1,7%** pour 2017 et de **+1,7%** pour 2018. Nous anticipons ensuite une croissance du marché de l'ordre de **+1,5%** sur la période 2019-2025.

Nos estimations intègrent également une surperformance moyenne de **5pp** par an de la part de Valeo par rapport au marché, et intègrent également une consolidation de **FTE** au **1<sup>er</sup> janvier 2017**.

**Fig. 24: Valeo – Tableau de résultat - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Revenues</b>	<b>9 632</b>	<b>10 868</b>	<b>11 759</b>	<b>12 110</b>	<b>12 725</b>	<b>14 544</b>	<b>15 996</b>	<b>17 602</b>	<b>18 716</b>
Change (%)		12,8%	8,2%	3,0%	5,1%	14,3%	10,0%	10,0%	6,3%
Adjusted EBITDA	1 146	1 212	1 260	1 356	1 526	1 847	2 036	2 341	2 504
<b>EBIT</b>	<b>617</b>	<b>704</b>	<b>725</b>	<b>795</b>	<b>862</b>	<b>1 060</b>	<b>1 225</b>	<b>1 402</b>	<b>1 520</b>
Change (%)		14,1%	3,0%	9,7%	8,4%	23,0%	15,5%	14,5%	8,4%
Financial results	(99)	(106)	(133)	(147)	(137)	(119)	(111)	(106)	(103)
Pre-Tax profits	490	600	553	588	722	880	1 126	1 308	1 431
Exceptional	(27)	0	(53)	(67)	(54)	(117)	(48)	(53)	(56)
Tax	(104)	(148)	(146)	(119)	(129)	(106)	(225)	(262)	(286)
Profits from associates	(1)	2	14	7	51	56	60	65	70
Minority interests	(19)	(24)	(25)	(30)	(31)	(45)	(47)	(50)	(52)
Net profit	365	427	380	439	562	729	853	997	1 092
<b>Restated net profit</b>	<b>365</b>	<b>427</b>	<b>380</b>	<b>439</b>	<b>562</b>	<b>729</b>	<b>853</b>	<b>997</b>	<b>1 092</b>
Change (%)		17,0%	-11,0%	15,5%	28,0%	29,7%	17,0%	16,8%	9,6%

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 25: Valeo – Tableau de flux - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating cash flows</b>	<b>906</b>	<b>842</b>	<b>869</b>	<b>1 236</b>	<b>1 242</b>	<b>1 659</b>	<b>1 660</b>	<b>1 845</b>	<b>2 046</b>
Change in working capital	31	(29)	(49)	232	40	111	71	10	64
<b>Capex, net</b>	<b>(476)</b>	<b>(683)</b>	<b>(872)</b>	<b>(914)</b>	<b>(958)</b>	<b>(1 119)</b>	<b>(1 184)</b>	<b>(1 303)</b>	<b>(1 385)</b>
Financial investments, net	0	(269)	(19)	(5)	(104)	(8)	0	0	0
Dividends	0	(110)	(124)	(129)	(144)	(201)	(1 429)	(256)	(299)
Other	22	201	162	(164)	(25)	26	24	25	26
<b>Net debt</b>	<b>278</b>	<b>523</b>	<b>763</b>	<b>366</b>	<b>342</b>	<b>124</b>	<b>1 288</b>	<b>977</b>	<b>589</b>
<b>Free Cash flow</b>	<b>430</b>	<b>159</b>	<b>(3)</b>	<b>322</b>	<b>284</b>	<b>540</b>	<b>476</b>	<b>542</b>	<b>661</b>

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 26: Valeo – Bilan - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	1 655	1 956	2 075	2 181	2 497	2 744	4 321	4 435	4 583
Intangibles assets	544	641	736	850	1 012	2 141	2 411	2 657	2 901
Cash & equivalents	1 316	1 295	1 334	1 510	1 497	1 725	561	872	1 260
current assets	3 622	4 110	4 428	4 342	4 551	5 324	4 473	5 262	5 925
Other assets	303	560	347	159	462	(494)	658	406	67
<b>Total assets</b>	<b>7 440</b>	<b>8 562</b>	<b>8 920</b>	<b>9 042</b>	<b>10 019</b>	<b>11 440</b>	<b>12 424</b>	<b>13 633</b>	<b>14 736</b>
L & ST Debt	1 679	1 876	2 077	1 876	1 839	1 745	1 745	1 745	1 745
Others liabilities	3 991	4 606	4 648	4 633	5 231	6 003	6 405	6 914	7 267
Shareholders' funds	1 708	1 936	2 052	2 380	2 740	3 473	4 031	4 707	5 431
<b>Total Liabilities</b>	<b>7 440</b>	<b>8 562</b>	<b>8 920</b>	<b>9 042</b>	<b>10 019</b>	<b>11 440</b>	<b>12 424</b>	<b>13 633</b>	<b>14 736</b>
<b>Capital employed</b>	<b>2 968</b>	<b>3 522</b>	<b>4 146</b>	<b>3 872</b>	<b>3 872</b>	<b>4 313</b>	<b>4 717</b>	<b>6 549</b>	<b>7 039</b>

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 27: Valeo – Ratios - %**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Operating margin</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>
Tax rate	21,2%	24,7%	26,4%	20,2%	17,9%	12,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Net margin	3,8%	3,9%	3,2%	3,6%	4,4%	5,0%	5,3%	5,7%	5,8%
ROE (after tax)	21,4%	22,1%	18,5%	18,4%	20,5%	21,0%	21,2%	21,2%	20,1%
<b>ROCE (after tax)</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>20,7%</b>	<b>21,2%</b>	<b>23,7%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,3%</b>
Gearing	16%	25%	34%	14%	12%	1%	28%	18%	8%
Pay-out ratio	24,7%	24,6%	29,7%	29,1%	30,4%	32,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Number of shares, diluted	75	75	75	75	78	78	239	239	239

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 28: Valeo - Données par action - €**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>EPS</b>	<b>1,62</b>	<b>1,89</b>	<b>1,68</b>	<b>1,95</b>	<b>2,41</b>	<b>3,11</b>	<b>3,62</b>	<b>4,23</b>	<b>4,64</b>
Restated EPS	1,62	1,89	1,68	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
% change		17,0%	-11,1%	15,6%	23,8%	29,0%	16,4%	16,8%	9,6%
EPS bef. GDW	1,62	1,89	1,68	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
BVPS	7,57	8,59	9,09	10,55	11,75	14,81	16,89	19,73	22,76
Operating cash flows	12,0	11,2	11,5	16,4	16,0	21,2	7,0	7,7	8,6
FCF	1,9	0,7	0,0	1,4	1,2	2,3	2,0	2,3	2,8
<b>Net dividend</b>	<b>0,40</b>	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>	<b>0,57</b>	<b>0,73</b>	<b>1,00</b>	<b>1,09</b>	<b>1,27</b>	<b>1,39</b>

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 29: Valeo - Valorisation - €m**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Market capitalization</b>	<b>2 180</b>	<b>2 927</b>	<b>2 728</b>	<b>4 138</b>	<b>7 293</b>	<b>10 373</b>	<b>11 716</b>	<b>11 716</b>	<b>11 716</b>
Net debt	278	523	763	366	342	124	1 288	977	589
Pensions	651	776	916	791	1 059	1 001	1 001	1 001	1 001
Minorities	266	336	350	420	434	630	662	695	729
Financial assets	(14)	28	196	98	714	784	846	910	979
<b>EV</b>	<b>3 389</b>	<b>4 534</b>	<b>4 561</b>	<b>5 617</b>	<b>8 414</b>	<b>11 344</b>	<b>13 821</b>	<b>13 479</b>	<b>13 057</b>
EV/Sales	35%	42%	39%	46%	66%	78%	86%	77%	70%
EV/EBITDA	2,96x	3,74x	3,62x	4,14x	5,51x	6,14x	6,79x	5,76x	5,22x
<b>EV/EBIT</b>	<b>5,7x</b>	<b>6,4x</b>	<b>6,8x</b>	<b>7,7x</b>	<b>10,4x</b>	<b>12,0x</b>	<b>11,7x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,9x</b>
P/E	6,0x	6,9x	7,2x	9,4x	13,0x	14,2x	13,7x	11,8x	10,7x
<b>Dividend Yield (%)</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

## 9. Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Plastic Omnium**, nous valorisons **Valeo** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples historiques**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (*trois FV venant de la valorisation par multiple et une FV venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacun des méthodes*) implique une **FV de €49** par action pour Valeo, ce qui implique **-1,5%** de potentiel par rapport au dernier cours (€49,7).

Comme pour les autres équipementiers automobiles, nous avons décidé de **surpondérer le poids de la valorisation par multiple (75% de la FV) au détriment de la valorisation par DCF (25%)** afin de refléter la cyclicité du segment et de l'industrie et la forte volatilité sur le secteur.

**Nous initions donc la couverture sur Valeo à Neutre bien que nous apprécions la stratégie du groupe, son positionnement produit et ses efforts pour accroître ses compétences sur les marchés du véhicule connecté et autonome.**

La très bonne performance du titre depuis janvier 2007 (*la valeur a été multipliée par 4 alors que l'indice SXAP n'a été multiplié que par 1.6*) a d'ailleurs permis à Valeo **d'intégrer le CAC 40 le 23 juin 2014**. Depuis cette date le titre a d'ailleurs surperformé l'indice français de plus de **50pp** (+52% pour Valeo contre +1,5% pour le CAC 40).

**Fig. 30: Valeo – FV @ €49**

Valeo - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) – 25%	85%	€45,6
EV/EBIT (2016-25) – 25%	10,0x	€45,2
P/E (2016-25) – 25%	14,0x	€50,7
<b>DCF model (2016-25) – 25%</b>		<b>€53,1</b>
o/w WACC	8,8%	
o/w LTG	2,8%	
o/w Average EBIT margin	7,8%	
o/w LT EBIT margin	8,0%	
<b>Implied FV</b>		<b>€49,0</b>
Current price		€49,7
Upside		-1,5%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

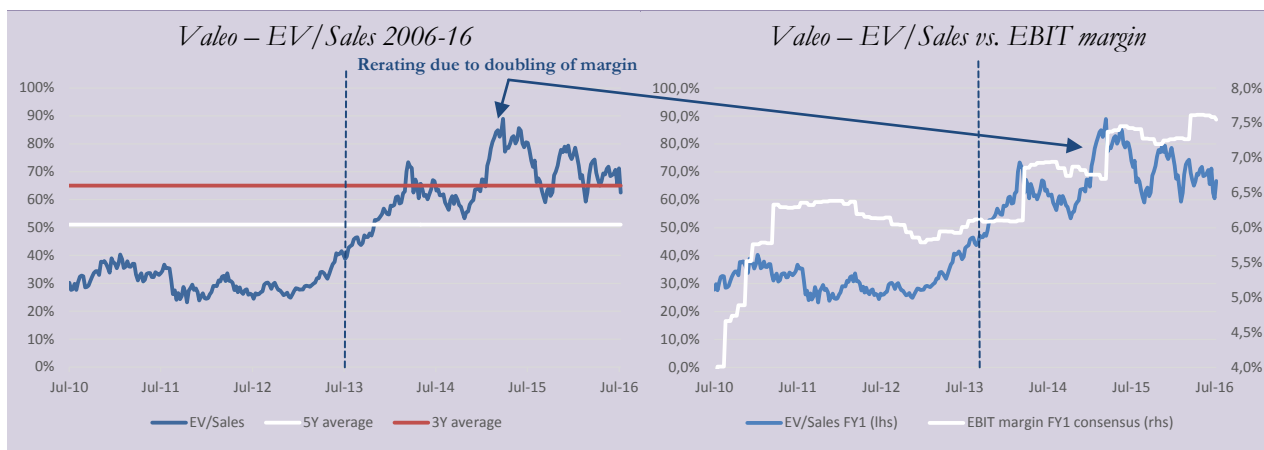
## 9.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Valeo**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2016-2025 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€45,6**, **€45,2** et **€50,7** de FV. Nos valorisations sont basées sur les multiples historiques **2013-16** du groupe afin de prendre en compte la revalorisation du titre, liée à l'amélioration de la marge opérationnelle (*doublément de la marge en % sur la période*). De plus nous revalorisons légèrement le multiple historique EV/CA du groupe afin de prendre en compte une nouvelle amélioration de rentabilité d'ici 2020. Les seuls quatre équipementiers automobiles générant une marge opérationnelle **proche de 9%** sont **Plastic Omnium, JCI, Denso et Koito** et sont valorisés actuellement par le marché avec des multiples **EV/CA FY1 de 90%-100%** et **EV/EBIT FY1 de 10,3x** en moyenne. Nous gardons respectivement **85%** et **10,5x** comme hypothèse pour Valeo étant donné que la marge de **9%** ne sera pas atteinte avant 2020.

Ainsi nous utilisons les multiples suivants:

- **Multiple EV/CA** de **85%** contre une moyenne historique « 3 ans » de **65%** et une moyenne historique « 2 ans » de **75%**.
- **Multiple EV/EBIT** de **10,5x** contre une moyenne historique « 3 ans » de **9,4x**.
- **Un multiple P/E** de **14,0x** en ligne avec la moyenne historique « 3 ans » et les comparables.

**Fig. 31: On observe un rerating sur la valeur depuis juillet 2013**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 32: On observe un rerating sur la valeur depuis juillet 2013**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

## 9.2. Valorisation par DCF

Nous valorisons également Valeo à travers un modèle DCF, basé sur les estimations suivantes:

- un WACC à 8,8%
- un taux de croissance à l'infini de 2,8%, impliquant une légère surperformance de Valeo par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs) moyenne de 7,8% et une marge à l'infini de 8,0%, marges qui sous la définition Valeo correspondent respectivement à 8,8% et 9%.

**Fig. 33: Valeo – Estimations DCF - €m**

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Perpetuity
<b>Revenues - Core business</b>	<b>15 996</b>	<b>17 602</b>	<b>18 716</b>	<b>19 944</b>	<b>21 298</b>	<b>21 999</b>	<b>22 728</b>	<b>23 486</b>	<b>24 275</b>	<b>25 095</b>	<b>25 798</b>
Revenue Growth Rate	-	10,0%	6,3%	6,6%	6,8%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	2,8%
Operating Margin	7,4%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,0%
<b>EBIT (excluding JVs &amp; Associates, with restr. Charges)</b>	<b>1 177</b>	<b>1 349</b>	<b>1 464</b>	<b>1 589</b>	<b>1 726</b>	<b>1 801</b>	<b>1 878</b>	<b>1 959</b>	<b>2 042</b>	<b>2 128</b>	<b>2 064</b>
Adjustment for provisions	18	21	14	16	18	9	9	10	10	11	14
(-) Taxes on EBIT	(235)	(270)	(293)	(318)	(345)	(360)	(376)	(392)	(408)	(426)	(413)
(+/-) Movements in working capital	71	10	64	70	77	40	42	44	45	47	51
(+) Depreciation and amortization	812	939	984	1 052	1 111	1 211	1 314	1 429	1 470	1 609	1 909
(-) Capital Expenditures	(752)	(827)	(880)	(937)	(1 001)	(1 034)	(1 068)	(1 104)	(1 141)	(1 179)	(1 212)
(-) Intangibles	(432)	(475)	(505)	(538)	(575)	(594)	(614)	(634)	(655)	(678)	(697)
Free Cash Flow	658	746	848	933	1 011	1 073	1 186	1 311	1 362	1 512	
<b>Present Value of Free Cash Flow</b>	<b>639</b>	<b>664</b>	<b>693</b>	<b>700</b>	<b>695</b>	<b>677</b>	<b>687</b>	<b>696</b>	<b>663</b>	<b>675</b>	

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 34: Valeo – DCF @ €53**

<b>Valuation</b>	
PV of Free Cash Flows	6 865
PV of Terminal Value	8 214
<b>EV implied - EURm</b>	<b>15 078</b>
- Net financial debt (N-1) - EURm	124
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	1 001
- Minority Interest value - EURm	630
+ Financial assets - EURm	784
- Cash/debt spent for acquisitions (Spheros, FTE) not included in our 2015 debt	1 429
<b>Value of Equity</b>	<b>12 678</b>
<b>Value of Equity per share</b>	<b>€53,1</b>
Price	€49,7
Upside/Downside	6,8%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Valeo à Neutre bien que nous apprécions la stratégie du groupe, son positionnement produit et ses efforts pour accroître ses compétences sur les marchés du véhicule connecté et autonome.



## 10. Valeo – SWOT

**Fig. 35: Valeo – analyse SWOT**

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un des équipementiers européens les plus technologiques (<i>ADAS, voiture autonome, systèmes thermiques</i>)</li> <li>• Forte exposition au <b>marché asiatique</b> (<i>27% du CA</i>)</li> <li>• De récentes acquisitions <b>très technologiques et relatives</b></li> <li>• Bon positionnement concurrentiel sur les systèmes de transmission et thermiques (<i>n°2 mondial</i>) et sur le sous marché des <b>systèmes d'aide à la conduite</b> (<i>n°1 mondial</i>)</li> <li>• Multiplication des partenariats stratégiques en R&amp;D sur la voiture connectée et autonome (<i>Safran, Mobileye</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une structure de coûts alourdie par le développement et la protection quasi-systématique des innovations</li> <li>• Une marge déjà à son <b>plus haut historique</b> limitant le potentiel d'amélioration</li> <li>• Une trop faible exposition aux constructeurs chinois (<i>20% des ventes du groupe en Chine</i>).</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flexibilité financière laissant une <b>marge de manœuvre pour de futures acquisitions</b></li> <li>• Nouveaux partenariats avec des sociétés technologiques présentes sur le marché du véhicule autonome</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement <b>&gt;85%</b> du CA de Valeo</li> <li>• Des objectifs ambitieux (<i>8-9% de marge opérationnelle d'ici 2020 vs. 7,7% en 2015</i>) dépendant en partie de l'évolution du marché automobile</li> <li>• Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales</li> <li>• Allongement des délais réglementaires quant à la mise en circulation des véhicules autonomes</li> </ul>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 11. Valeo en bref

### 11.1. Un peu d'histoire

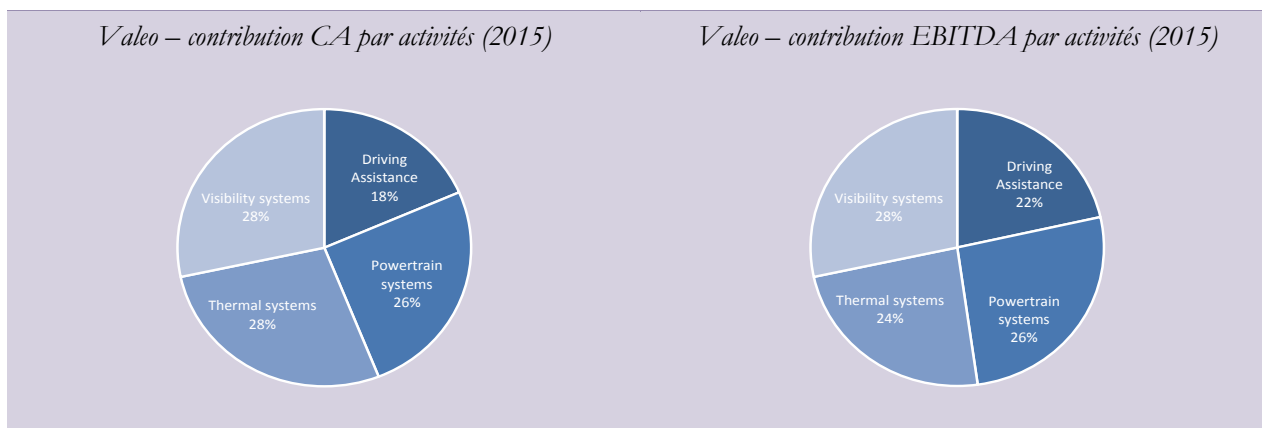
Plus ancien équipementier automobile français parmi le cercle fermé des quelques entreprises cotées en bourse (*Faurecia, Plastic Omnium, MGI Coutier, Plastivaloire, Valeo*), le groupe **Valeo** tient son origine en **1923** avec la création par Eugène Buisson de la **SAFF** (*Société Anonyme française du Ferodo*), distributeur et agent exclusif en France des produits de friction de la société anglaise **Ferodo**. Grâce à plusieurs acquisitions (*La Plastose, Flertex, achats de brevets auprès de ZF Sachs, BorgWarner et Daimler Motor Company, Hersot*) et à une diversification de son offre produit, le groupe renommé **Valeo** en **1980** (« *je vais bien* » en latin, ce nom étant à l'époque celui de la filiale italienne du groupe Ferodo) continue son expansion et atteint la dimension d'une entreprise internationale parmi les plus importantes du secteur de l'équipement automobile.

Avec un chiffre d'affaires de **€14.5Md** fin 2015 dont **87%** est réalisé directement sur le marché de la première monte avec les constructeurs automobiles (*le reste étant vendu sur le marché de l'après-vente*) Valeo est aujourd'hui à la **11<sup>e</sup> place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles derrière **Faurecia** (*7<sup>e</sup> place*) mais devant **Plastic Omnium** (*40<sup>e</sup> place*). Après avoir réorienté ses activités autour de produits innovants et à plus forte valeur ajoutée en cédant notamment ses **activités de câblage** au groupe allemand **Léoni** en **2007** (*CA de €545m et EBITDA de €36m vendu pour une EV de €255m*) et ses activités **Sécurité Habitacle** (VSS) au Japonais **U-Shin** en 2013, le groupe est devenu l'un des leaders mondiaux sur le marché des contrôles intérieurs grâce à l'acquisition de l'équipementier japonais **Niles**.

### 11.2. Un groupe présent sur quatre métiers

Présent sur le marché de la **première monte** (*87% du CA 2015*) mais également sur le marché du **remplacement** (*10% du CA 2015*), Valeo est spécialisé autour de **quatre métiers** phares sur le marché automobile: **1/l'assistance à la conduite**, véritable segment de croissance lié notamment au développement de la voiture autonome et de la voiture connectée; **2/la propulsion**, qui regroupe le développement et la conception des boîtes de vitesse et autres composants nécessaire à la propulsion du véhicule; **3/la visibilité**, activité qui développe phares et essuies glaces, et enfin **4/les systèmes thermiques** (*climatisation, chauffage...*). Les quatre métiers sont bien équilibrés au sein du groupe, tant en termes de contribution au chiffre d'affaire, qu'en termes de contribution à la marge opérationnelle.

**Fig. 36: Un portefeuille produit plutôt bien équilibré**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

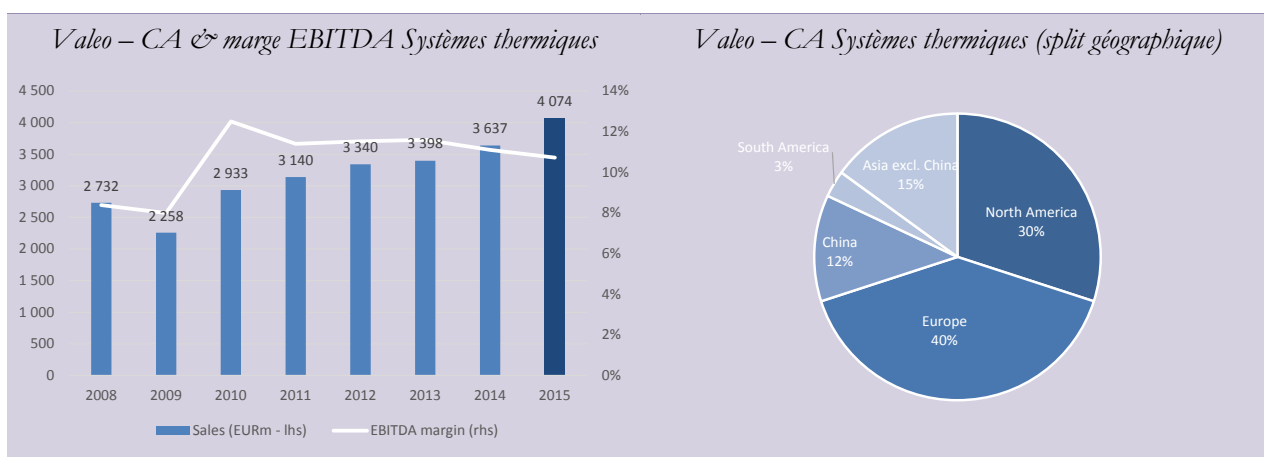
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

### 11.2.1. Le pôle « Systèmes Thermiques » – 28% du CA – 24% EBITDA

Le pôle **Systèmes Thermiques** chez Valeo développe et fabrique des systèmes, des modules et des composants assurant la gestion de l'énergie thermique du groupe motopropulseur ainsi que le confort dans l'habitacle, durant toutes les phases d'utilisation du véhicule et pour tous les types de motorisation. **Valeo est numéro deux** sur ce marché derrière **Denso** mais devant **Malhle** et **Hanon System** avec un chiffre d'affaires de plus de **€4Md**.

Sous divisé en **quatre groupes de produits** (*systèmes thermiques habitacles, systèmes thermiques du groupe motopropulseur, systèmes thermiques compresseur, systèmes thermiques face-avant*) ce pôle développe des systèmes de chauffage et de climatisation, des systèmes nécessaires à la gestion optimale de l'énergie thermique de la motorisation (*groupe moto-ventilateur placé en face-avant du véhicule, de vannes de distribution et de pompes, régulateur thermique*), des compresseurs et des modules faces avant. Sur ce marché l'innovation porte principalement sur des technologies visant la réduction des émissions de polluants et de CO<sub>2</sub>, l'électrification des groupes motopropulseurs (*voitures électriques et voitures hybrides*) et visant l'amélioration du triptyque « confort, santé et bien-être à bord ».

**Fig. 37: CA et marge EBITDA – Valeo – Systèmes thermiques (€m)**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Le développement de ce pôle se fera principalement en **Asie**, et plus précisément dans les domaines de **la réduction des émissions de CO<sub>2</sub>** et de **l'électrification de la propulsion**. Le groupe a pour objectif d'accroître sa base de sites industriels dans le monde (+6 en 2016-17) et ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€5Md** et une **marge EBITDA de 12,5%** contre respectivement **€4Md** et **10,7%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **4,6%** sur ses ventes et un gain annuel de **36pb** sur sa marge EBITDA.

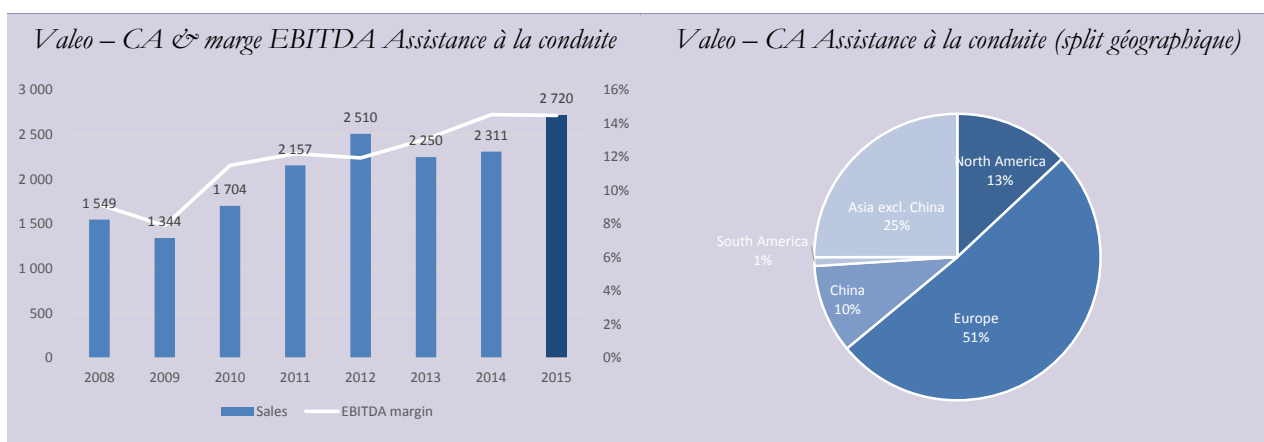
Sur un marché qui devrait croître de **3-4% par an** grâce notamment au 1/durcissement des réglementations des émissions (CO<sub>2</sub> et NO<sub>x</sub>), 2/ à l'électrification des motorisations et 3/l'accroissement du confort, nous estimons que Valeo devrait continuer à gagner des parts de marché (*comme en 2014 et en 2015*) grâce à la signature de nouveaux contrats avec des constructeurs asiatiques notamment. **Il est important de noter que ce pôle est celui dans lequel le groupe investit le moins en % de CA groupe et en % de CA du pôle, d'où une marge EBITDA et un ROCE inférieur à la moyenne du groupe.**

### 11.2.2. Le pôle «Assistance à la conduite»– 18% du CA – 22% EBITDA

Ce segment est aujourd’hui celui qui contribue le moins en termes de CA pour le groupe (18%) mais qui génère la plus forte profitabilité (marge EBITDA de 14,5% contre 12,7% pour le groupe) grâce notamment à une forte utilisation des capacités de production afin de faire face à une forte demande sur ce marché, et grâce au **pricing power** du groupe sur ces produits innovants. **Valeo est numéro un** sur le sous marché des **systèmes d’aide à la conduite** devant **Bosch** et **Continental** et est **numéro deux** sur le sous segment des **systèmes de contrôles intérieurs**. En 2015 le groupe a étendu sa gamme de solutions de géolocalisation et de connectivité des véhicules aux réseaux mobiles grâce à l’acquisition du groupe allemand **Peiker** (CA de €350m) et a signé trois partenariats, un avec **Capgemini** dans le domaine de la mobilité intelligente, un avec **Safran** (reconnaissance faciale, caméra de navigation...) et un avec **Mobileye**, le leader mondial des systèmes d’assistance à la conduite à base de caméras frontales.

L’expertise du groupe sur ce marché est très forte, et explique le fort niveau de profitabilité par rapport aux autres segments. Ce pôle s’organise autour de trois sous segments, **l’aide à la conduite** (ultrasons, radars, caméras, aide au parking, fonction d’alerte sortie de voie...), **l’électronique d’habitacle** (systèmes d’accès et démarrage mains libres, télécommandes, capteurs...) et **les contrôles d’intérieurs** (interface homme-machine, écrans tactiles, commandes intelligentes au volant, afficheurs tête haute, modules haut de colonne...)

**Fig. 38: CA et marge EBITDA – Valeo – Assistance à la conduite (€m)**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment Valeo a pour objectif d’avoir un CA en 2020 de plus de **€4,1Md** et une **marge EBITDA de 17,5%** contre respectivement **€2,7Md** et **14,5%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **8,5%** sur ses ventes et un gain annuel de **60pb** sur sa marge EBITDA. Ce segment est celui dans lequel le groupe investit le plus (32% des dépenses nettes alors que le segment représente 18% du CA et 22% de l’EBITDA) car le besoin en développement et en innovation est le plus important. Les signatures de partenariats avec des sociétés technologiques vont dans ce sens et démontre clairement que le marché automobile est un marché qui sera de plus en plus connecté.

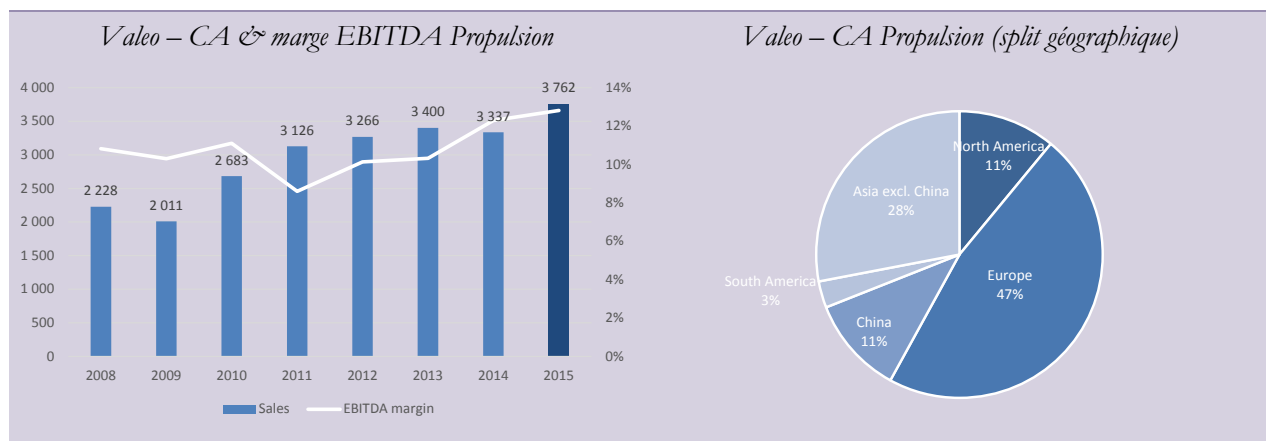
**Nous estimons donc que la future croissance du groupe dans les pays matures se fera principalement à travers ce segment, du fait notamment de l’évolution progressive du marché actuel vers le marché du véhicule autonome.**

### 11.2.3. Le pôle «Systèmes de propulsion»– 26% du CA – 26% EBITDA

A travers son pôle **Systèmes de Propulsion**, Valeo développe des solutions de propulsion visant à réduire la consommation de carburant, les émissions de CO<sub>2</sub> et les polluants en optimisant notamment les moteurs à combustion. Avec un chiffre d'affaires de **€3,8Md** Valeo est **numéro deux** sur le sous marché des systèmes de transmission derrière **Luk**, et est leader sur le marché des systèmes électriques devant **Denso** et **Bosch**.

Egalement sous divisé en **quatre groupes de produits** (*systèmes électriques, systèmes de transmission, systèmes de moteurs à combustion et électronique*) ce pôle propose des systèmes électriques qui gèrent les fonctions clés du véhicules (*alternateurs, démarreurs, systèmes de récupération d'énergie au freinage, moteurs électriques, modules de transmission hybrides*), des systèmes de transmission (*systèmes d'embrayage, double embrayage*), des systèmes de moteurs à combustion (*actionneurs mécaniques, compresseur de suralimentation électrique et capteurs pour la gestion de la boucle d'air des moteurs thermiques*) et conçoit également des électroniques de puissance (*onduleurs, convertisseurs de tension, électronique de commande, Stop-Start system*).

**Fig. 39: CA et marge EBITDA – Valeo – Propulsion (€m)**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment le groupe a de fortes ambitions de croissance grâce notamment à son positionnement sur des marchés très demandeurs en efficacité énergétique en niveau de la motorisation et de la transmission. La réduction de la cylindrée des moteurs et le développement de petits moteurs turbocompressés à injection directe afin de respecter les normes de plus en plus contraignantes sur les émissions de polluants, combinée à l'expansion de l'automatisation des boîtes de vitesses devraient permettre à Valeo de continuer à se développer fortement sur ce segment.

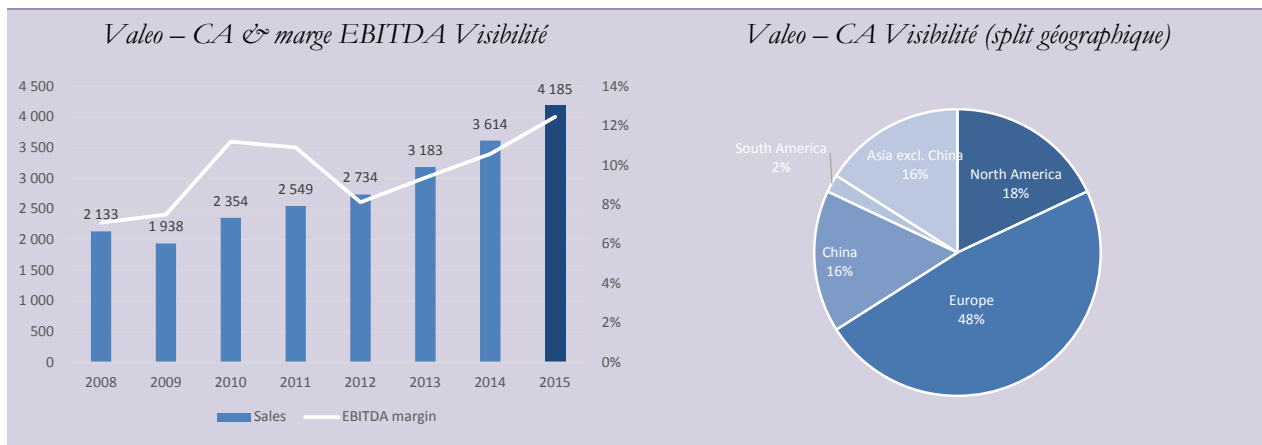
Le groupe ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€6Md** et une **marge EBITDA de 13,5%** sur ce segment, contre respectivement **€3,7Md** et **12,8%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **10,5%** sur ses ventes et un gain annuel de **14pb** sur sa marge EBITDA. Le groupe estime que le marché ne devrait croître que de **6-7%** par an sur la même période.

#### 11.2.4. Le pôle «Systèmes de visibilité»– 28% du CA – 28% EBITDA

A travers cette activité, Valeo conçoit et produit des systèmes dédiés à l'éclairage et à la visibilité des véhicules de jour comme de nuit et dans les différentes activités à bord du véhicule. Avec un chiffre d'affaires de **€4,2Md Valeo est numéro un** sur le sous marché **des systèmes d'essuyage** devant Bosch et Denso et **est numéro deux** avec son partenaire japonais **Ichikoh** sur le **marché des systèmes d'éclairage** après **Koito** et devant **Magneti Marelli**.

Sur le marché des systèmes d'éclairage, Valeo est présent sur les segments économiques et les segments premiums et conçoit des éclairages pour la sécurité (*projecteurs LED, systèmes de signalisation*) mais également pour le design et pour l'ambiance dans l'habitacle (*éclairage d'ambiance, pilotables et ajustables d'un geste de la main*). Dans ce domaine le groupe est également présent sur le marché de l'essuyage (*systèmes de lavage des capteurs optiques, systèmes d'essuyage électrifiés, bras et balais et modules d'essuyage*), marché à plus faible valeur ajoutée mais qui devrait bénéficier du développement des véhicules autonomes/automatisés (*nécessité de plus forte visibilité qu'un véhicule traditionnel*).

**Fig. 40: CA et marge EBITDA – Valéo – Visibilité (€m)**



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment qui a été le plus important contributeur en termes de croissance depuis 2008 (+96% contre une moyenne de 51% pour le groupe) mais qui a longtemps souffert d'une plus faible profitabilité du fait d'une moindre valeur ajoutée des produits, Valeo devrait bénéficier de l'appétit grandissant dans tous les segments de marché (*milieu de gamme et haut de gamme*) pour la technologie LED (*premiumisation du marché*) mais également de l'augmentation du parc automobile dans les pays émergents (*plus de besoins en éclairage et en systèmes d'essuyage*) et du développement des véhicules automatisés et autonomes. L'augmentation du marché devrait donc se faire à travers une **hausse de la demande mondiale en volumes (principalement en Chine), d'une premiumisation de la demande, et d'une hausse du nombre de produits par véhicules.**

Sur ce segment le groupe ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€5,7Md** et une **marge EBITDA de 12,5%** sur ce segment, contre respectivement **€4,2Md** et **12,4%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **6,4%** sur ses ventes et quasiment aucun gain sur sa marge EBITDA. La maturité du marché en Europe devrait limiter la croissance du groupe sur ce segment.

### 11.2.5. Exemples de produits Valeo

**Fig. 41: Exemples de produits Valeo – Aide à la conduite**

*Facade intelligente*



*Module télématique*



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 42: Exemples de produits Valeo – Visibilité**

*Aquablade*



*Feux arrière LED*



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 43: Exemples de produits Valeo – Systèmes thermiques**

*Volets pilotés de face-avant*



*Module d'admission de l'air*



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 44: Exemples de produits Valeo – Systèmes de propulsion**

*Compresseur de suralimentation électrique*



*Onduleur/ chargeur*



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.



Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 55.3%

NEUTRAL ratings 33.3%

SELL ratings 11.3%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



**BRYAN, GARNIER & CO**

**London**

Beaufort House  
15 St. Botolph Street  
London EC3A 7BB  
Tel: +44 (0) 207 332 2500  
Fax: +44 (0) 207 332 2559

Authorised and regulated by the  
Financial Conduct Authority (FCA) and the  
Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de  
resolution (ACPR)

**Paris**

26 Avenue des Champs Elysées  
75008 Paris  
Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00  
Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01  
Regulated by the

Financial Conduct Authority (FCA) and the  
Autorité de Contrôle prudentiel et de  
resolution (ACPR)

**New York**

750 Lexington Avenue  
New York, NY 10022  
Tel: +1 (0) 212 337 7000  
Fax: +1 (0) 212 337 7002  
FINRA and SIPC member

**Munich**

Widenmayerstrasse 29  
80538 Munich  
Germany  
+49 89 2422 62 11

**New Delhi**

The Imperial Hotel Janpath  
New Delhi 110 001  
Tel +91 11 4132 6062  
+91 98 1111 5119  
Fax +91 11 2621 9062

**Important information**

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.