

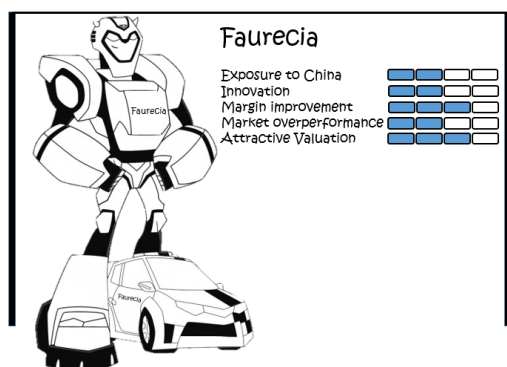
14 septembre 2016

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 »

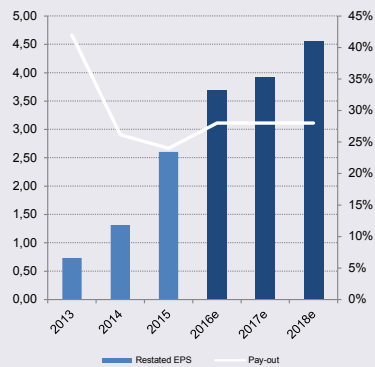
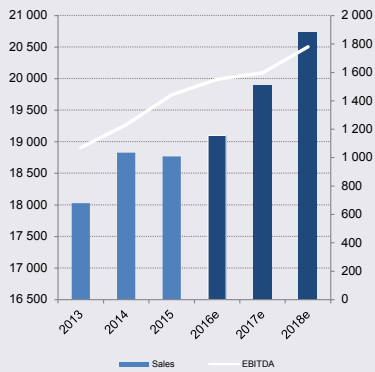
Fair Value 47EUR (cours 36,29EUR)

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 CO₂/NO_x, 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**.

	Analyst:	Research Assistant:
	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%
Cash Flow Statement (EURm)						
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
Balance Sheet (EURm)						
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
Ratios						
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
Data per Share (EUR)						
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 ₂ 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?

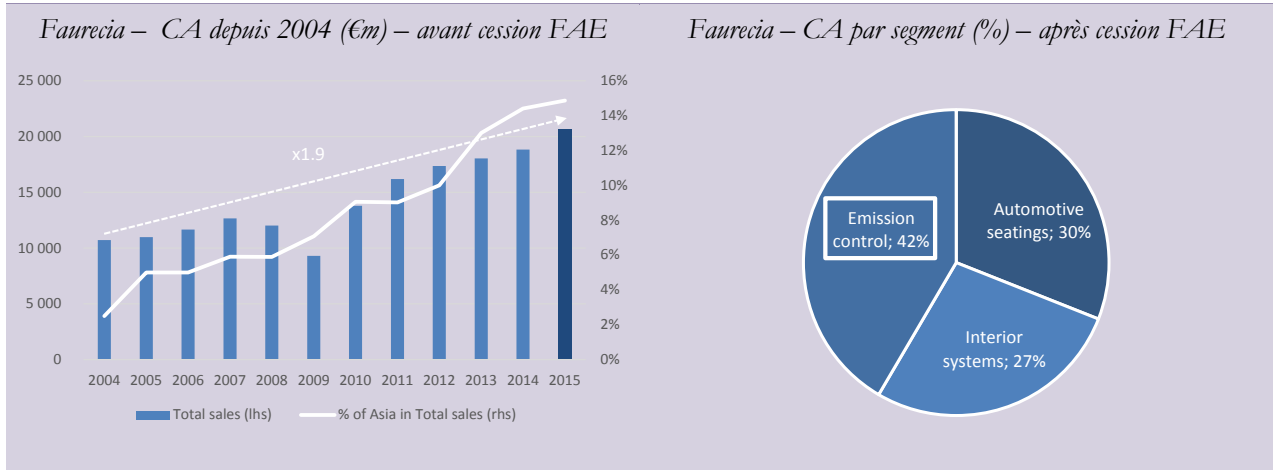


Risques

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**.

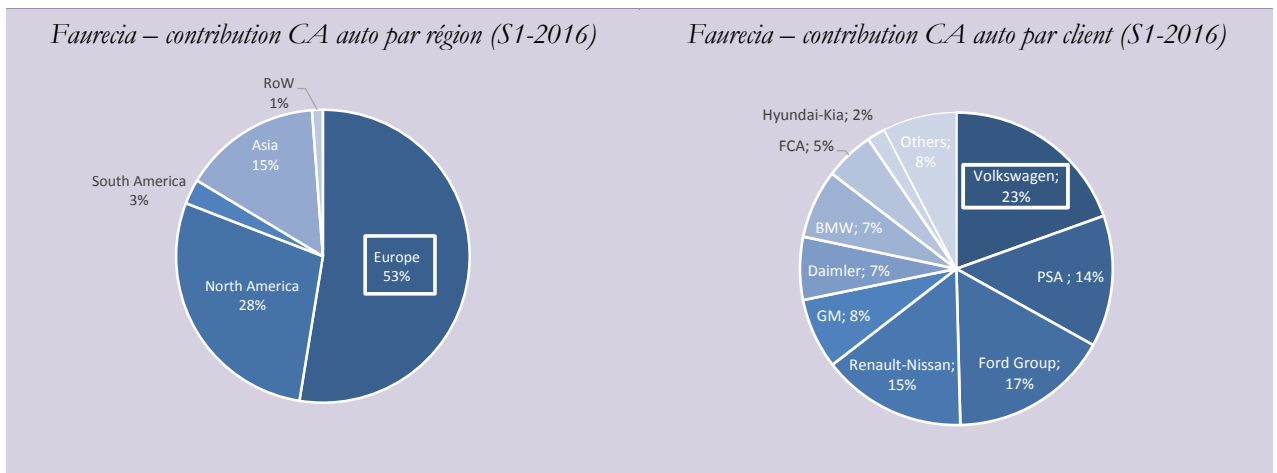
2. Faurecia en six graphes

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



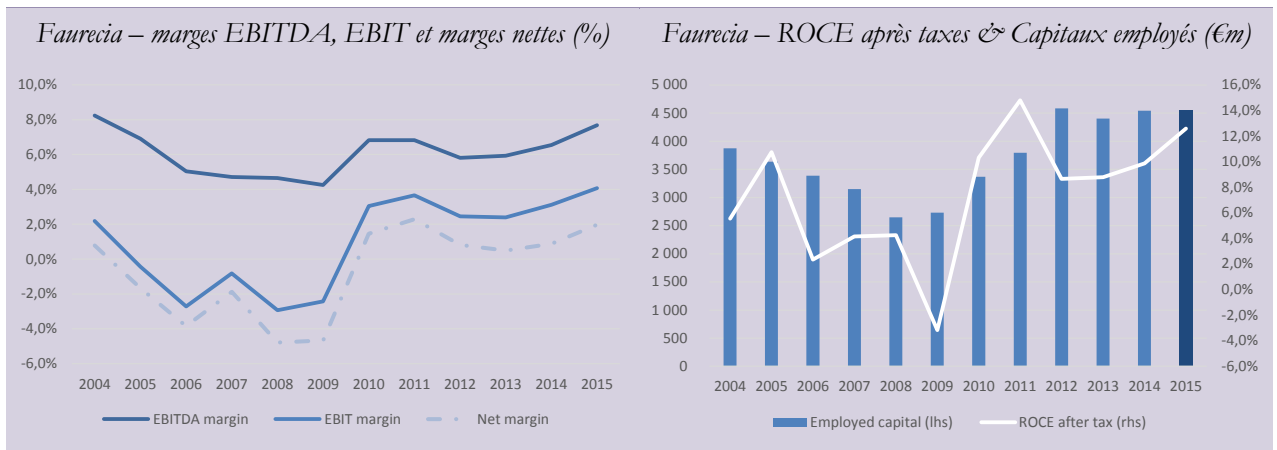
Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

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 CO₂/NO_x**, 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.

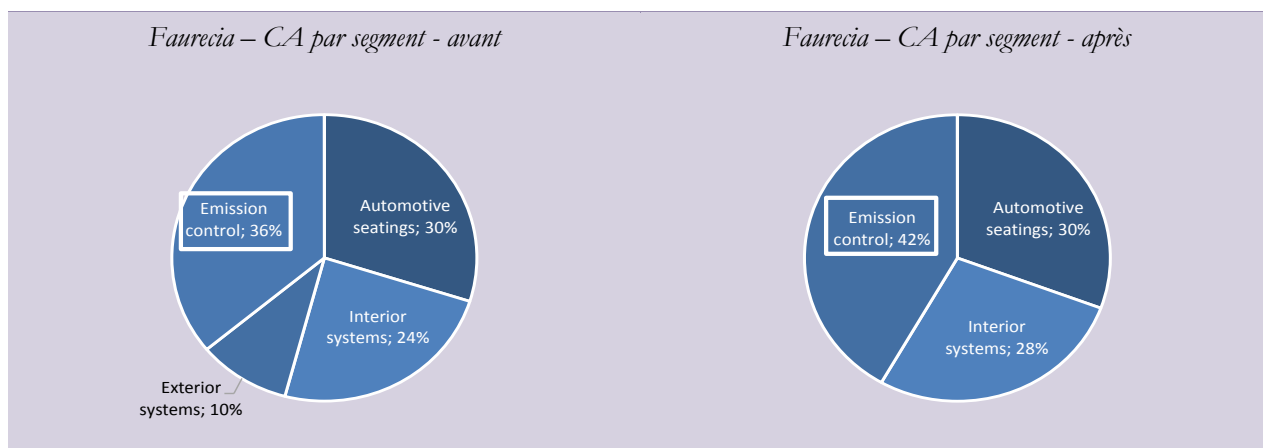
Bien que le **closing ait été réalisé le 29 juillet 2016**, le périmètre final de l'opération a été modifié par des exigences d'ordre concurrentiel de la part de la **Commission Européenne** et concerne désormais **€1,2Md** de CA estimé pour l'année 2016 pleine, **5 500** employés et **14** usines contre 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 est

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

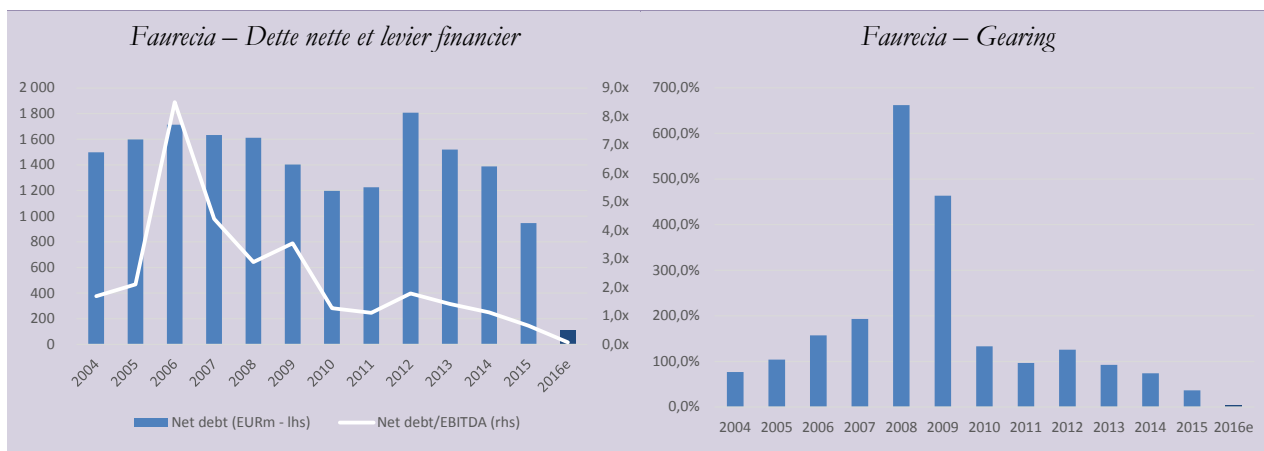


Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests

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^e** 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

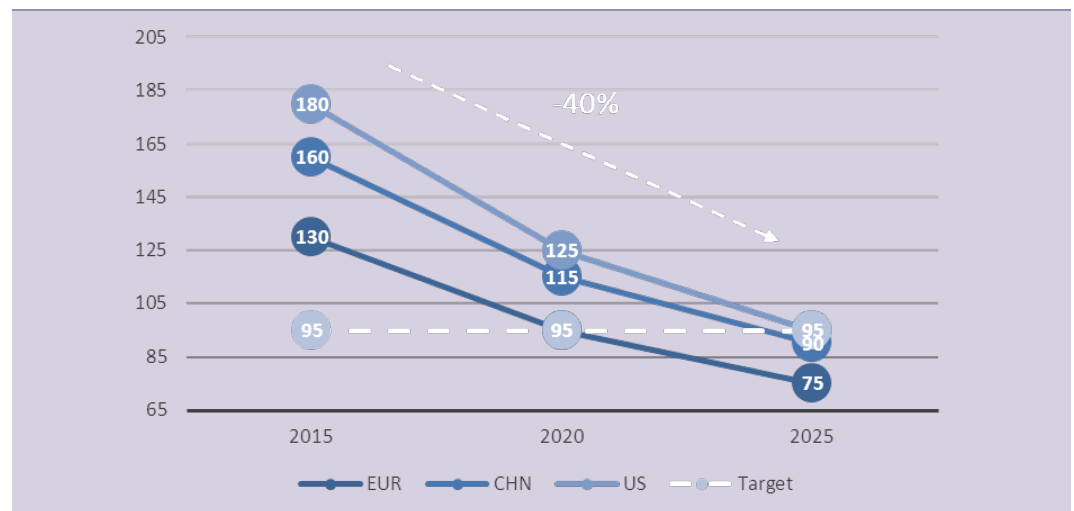
5.1.1. Une réduction des émissions de CO₂ par l'allègement du véhicule

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 CO₂ 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 CO₂/km. Le secteur du transport représentant environ un tiers des émissions mondiales de CO₂, 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 CO₂ 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 CO₂ contraignants (CO₂ g/km)



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

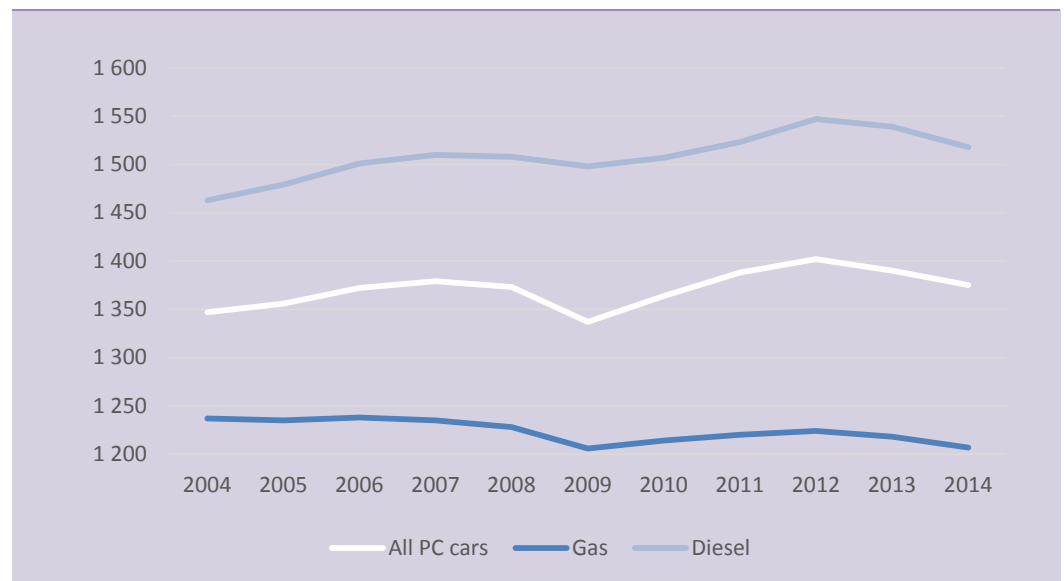
Les constructeurs ont alors **5 solutions** pour répondre à ces pressions commerciales et réglementaires : **1/ L'allègement du véhicule** ; **2/ L'aérodynamisme** ; **3/ les technologies de réduction d'émissions** liées au moteur et au système d'échappement ; **4/ le downsizing moteur** et enfin ; **5/ 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 CO₂ 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 CO₂** 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_x 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 réel potentiel de réduction des émissions semble donc désormais résider dans l'allègement du véhicule

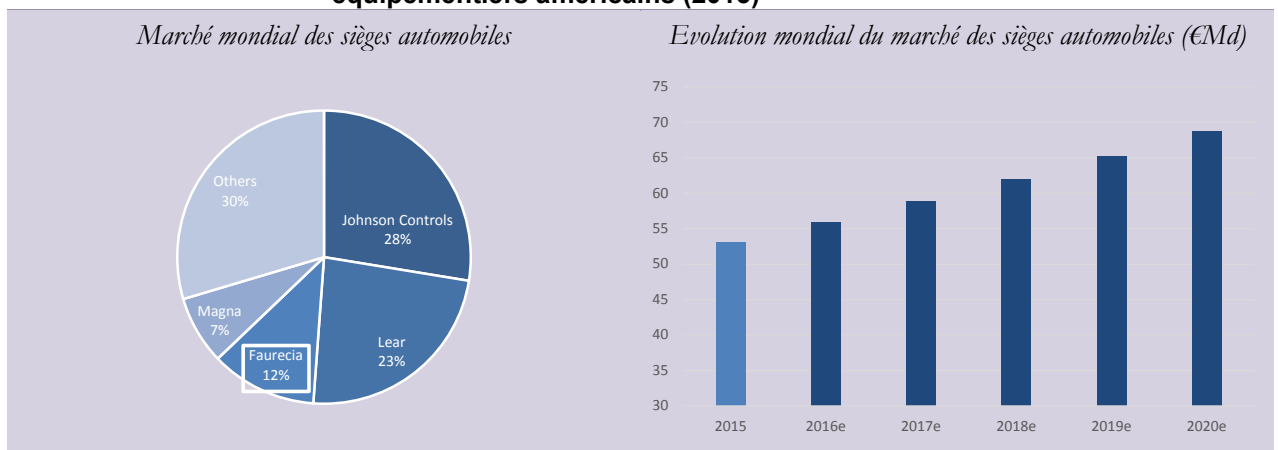
Le plastique n'est pas la seule matière à prendre de l'importance dans la conception d'un véhicule au détriment de l'acier, les **matières dites « composites » apparaissent déjà comme le prochain virage technologique**. A titre de rappel, les matériaux composites sont l'alliance entre une matrice polymère (*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

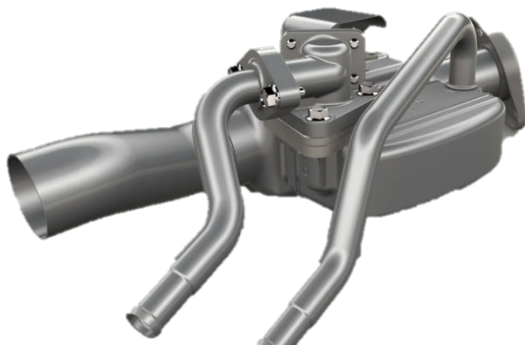
La récupération d'énergie répond à deux problématiques : **1/ la réduction des émissions** de CO₂ ; **2/ l'allongement de l'autonomie** des véhicules hybrides. A titre de rappel, on estime à **30% l'énergie générée par le moteur perdue à travers la chaleur dans les gaz d'échappement**. Les systèmes de 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^{er} 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 CO₂ 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

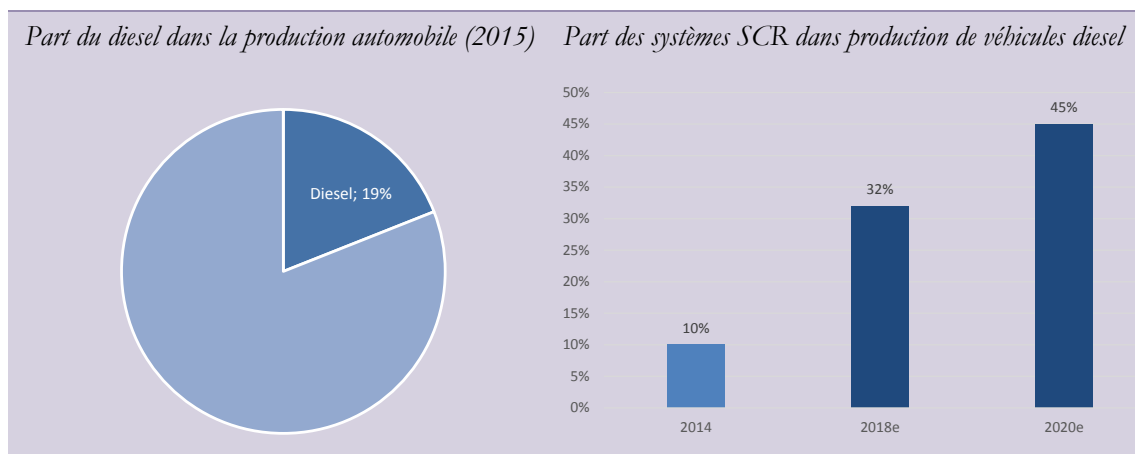
Les constructeurs automobiles disposent aujourd’hui de deux moyens/systèmes de dépollution afin répondre à la récente pression réglementaire pesant sur les rejets de particules NOx de leurs véhicules diesel : **1/ les systèmes SCR** (*Selective Catalytic Reduction*) ; **2/ les systèmes NOx-trap**.

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 coûte 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.

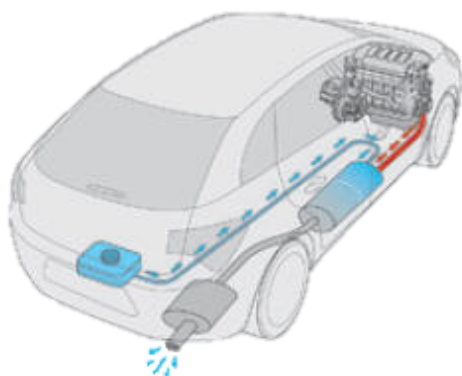
5.1.2.3. Faurecia, un précurseur de la nouvelle génération de systèmes SCR ?

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 CO₂ 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



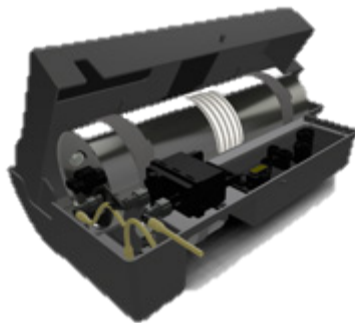
Source: Faurecia; Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

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.

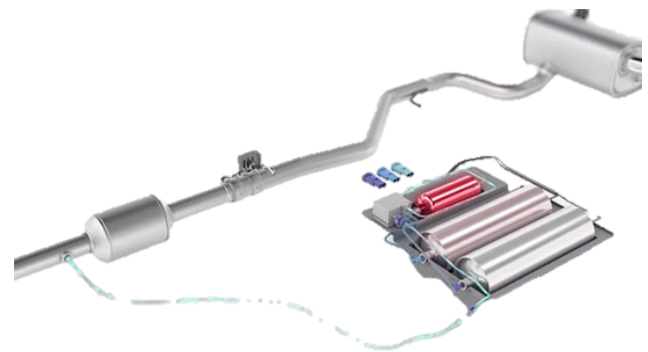
Parmi les tests réalisés sur les bus de ville de plusieurs métropoles (*Londres, Copenhague et Buffalo*), ceux de Londres présentent une conversion de **85%** des émissions de particules de NOx en eau, sur une période d'essai de 10 mois (*contre 32% pour les systèmes SCR classiques*). Les tests sur les 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.**

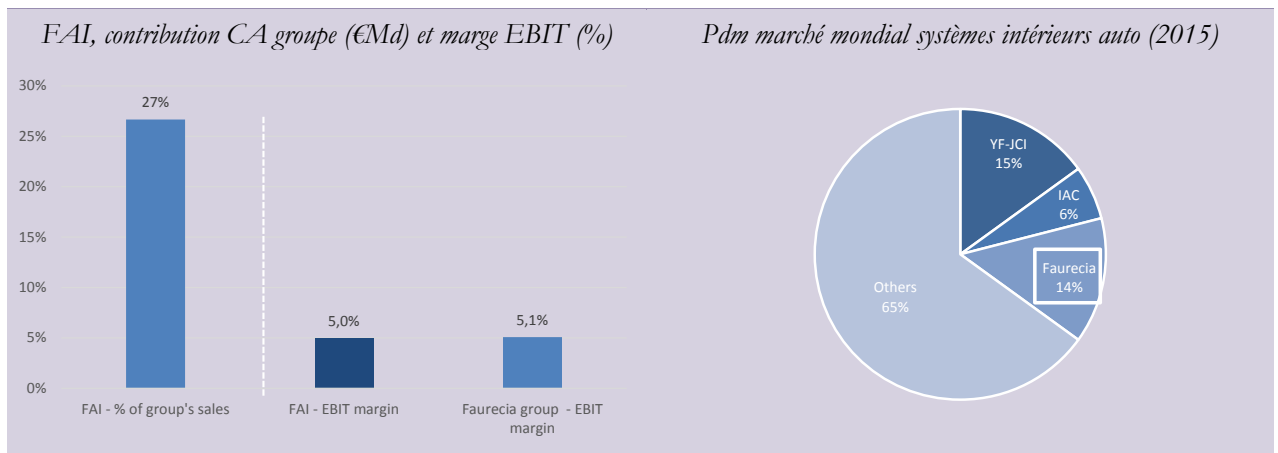
5.1.3. Cap sur le véhicule connecté et autonome

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

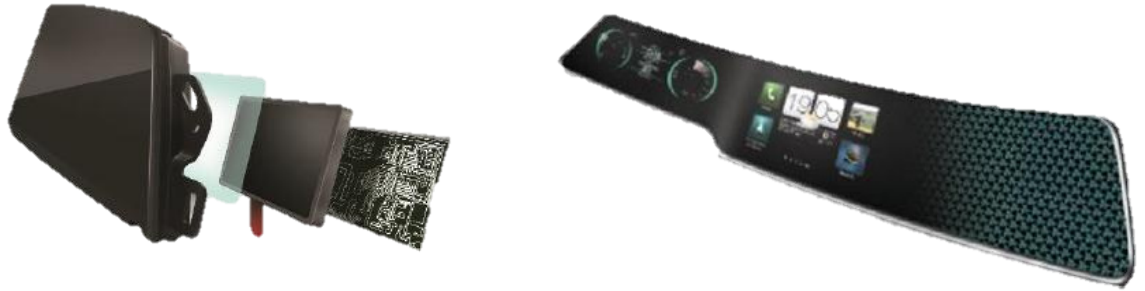


Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

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

Ecrans d'affichage entièrement tactiles - 2016

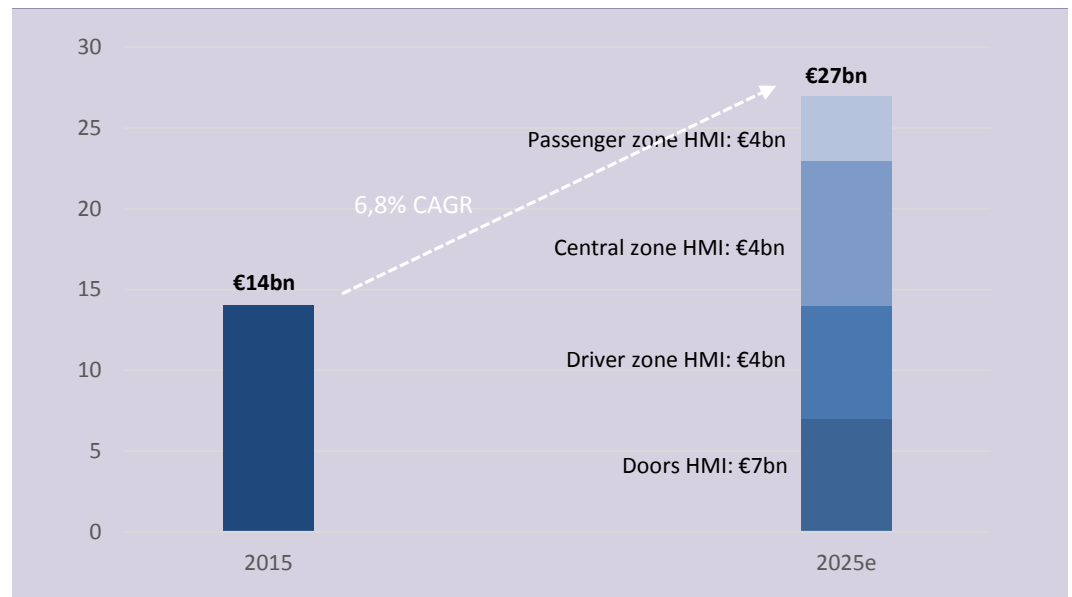
Affichage intégré à la décoration, « smart surface » - post 2018



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

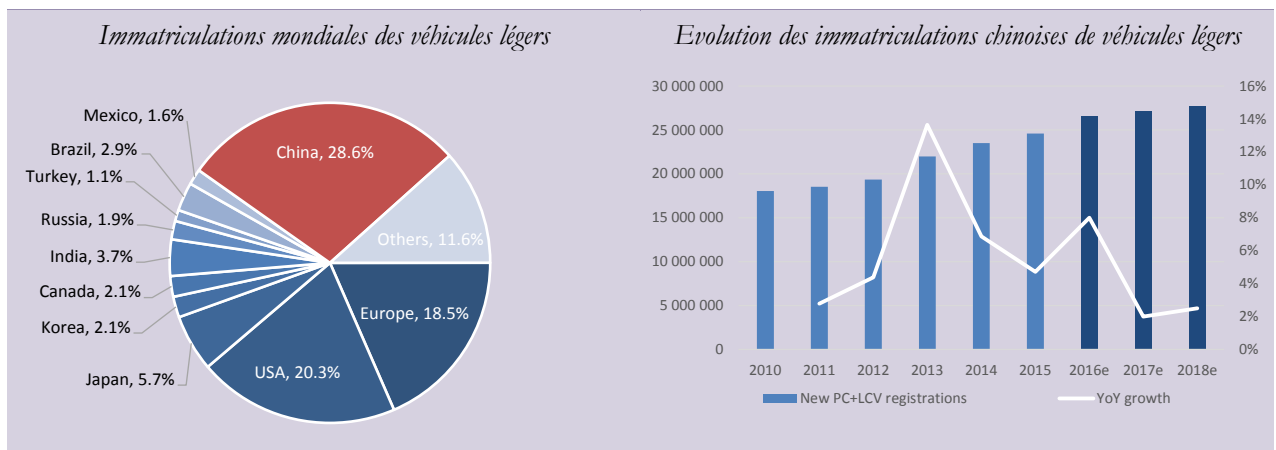
5.2.1. L'eldorado de l'automobile

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*).

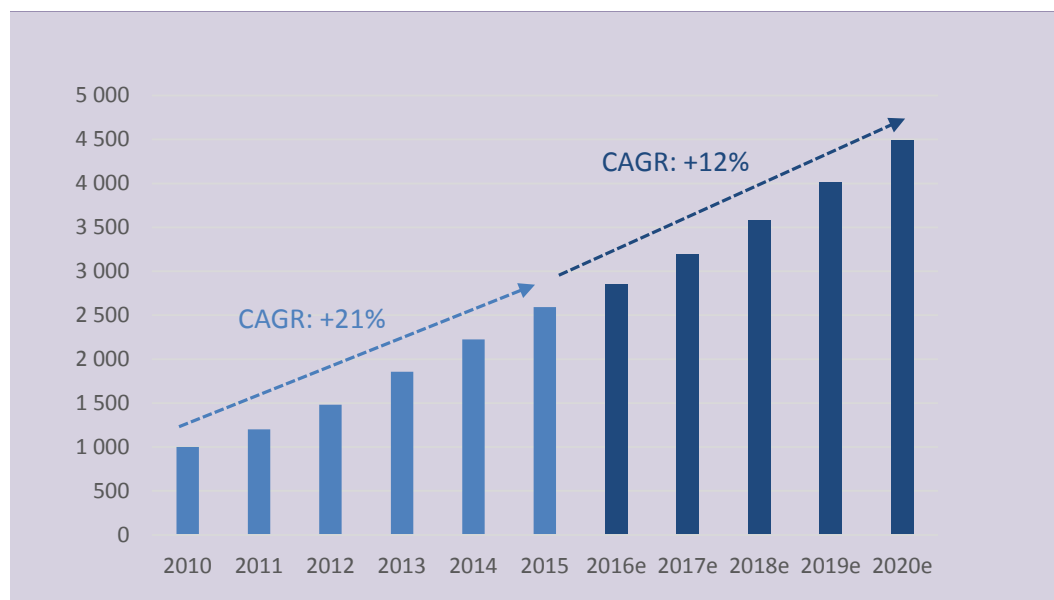
Parmi notre univers d'équipementiers automobiles (Faurecia, Hella, Plastic Omnium et Valeo), Faurecia est le plus exposé au marché automobile chinois.

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 est.

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.

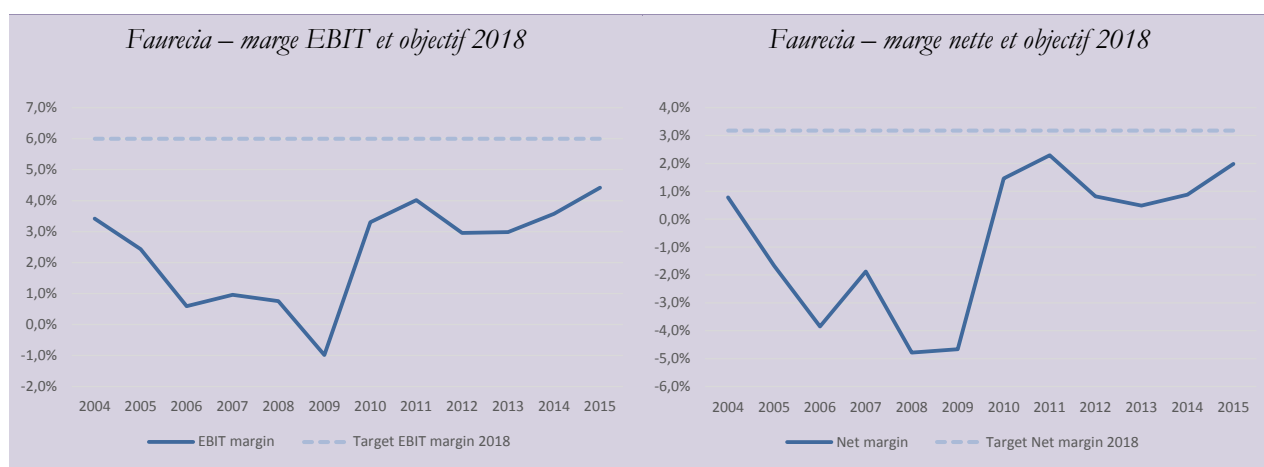
Alors que l'objectif de surperformance du marché nous paraît réalisable, nous voyons l'objectif de **6% de marge comme ambitieux**, d'autant plus que le groupe n'a jamais atteint un tel niveau de rentabilité en plus de 10 ans.

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

	2012-15	2016-18	Change
Sales CAGR	6,0%	6,0%	0,0%
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%
EBIT margin	3,5%	6,0%	2,5%
EBIT margin (on value added sales)	3,9%	7,0%	3,1%
Net cash flow	84,8	> €500m	-
Net margin	1,0%	3,2%	2,1%

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
Recently redeemed bonds					
	-	-	-	-	-
May 2012	15 June 2019	Bonds	250	8,75%	21,9
November 2011	15 December 2016	Bonds	350	9,38%	32,8
February 2012	15 December 2016	Bonds	140	9,38%	13,1
Recently issued bonds					
	-	-	-	-	-
March 2015	15 June 2022	Bonds	500	3,125%	15,6
April 2016	15 June 2023	Senior notes	700	3,625%	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.

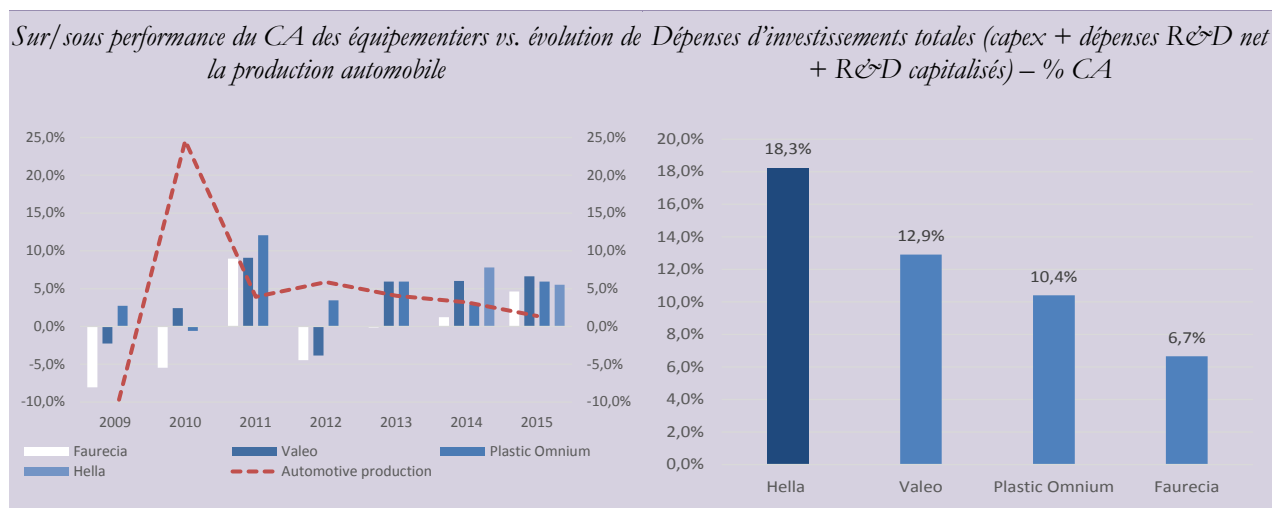
Fig. 28: Faurecia – Evolution des dépenses d'investissements depuis 2005 (€m)

	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%
Total investment on sales	5,9%	4,4%	3,7%	3,9%	2,9%	3,5%	3,9%	4,7%	4,4%	4,5%	5,0%

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

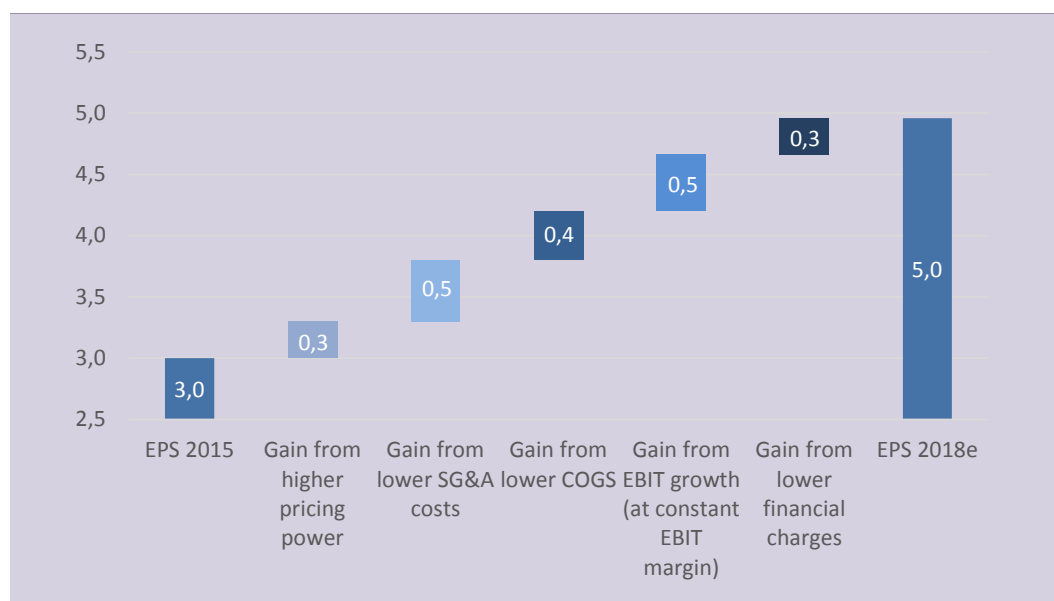
Cette stratégie d'optimisation et de contrôles des investissements ne devrait pas avoir d'impact positif sur la marge ou sur la génération de cash du groupe par rapport à 2015 étant donné que cette optimisation existait déjà avant, **cependant elle nous paraît contradictoire avec les ambitions du groupe 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 2018, 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
Revenues	13 796	16 190	17 365	18 029	18 829	18 770	19 103	19 897	20 746
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
EBIT	456	651	514	538	673	830	934	1 041	1 154
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)
Net profit	202	371	142	88	166	372	711	541	629
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
Operating cash flows	749	726	25	927	1 037	1 154	1 159	1 143	1 305
Change in working capital	31	(184)	(387)	364	263	(932)	62	48	51
Capex, net	(476)	(632)	(824)	(788)	(932)	(932)	(898)	(935)	(975)
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)
Free Cash flow	273	94	(799)	140	197	223	261	208	330

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)
Total assets	6 480	7 265	8 062	8 331	9 100	9 153	9 484	10 123	10 803
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
Total Liabilities	6 480	7 265	8 024	8 331	9 100	9 390	9 777	10 416	11 096
Capital employed	3 369	3 794	4 584	4 405	4 543	4 548	4 117	4 486	4 825

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 34: Faurecia – Ratios - %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	3,3%	4,0%	3,0%	3,0%	3,6%	4,4%	4,9%	5,2%	5,6%
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%
ROCE (after tax)	10,3%	14,8%	8,7%	8,8%	9,9%	12,6%	16,7%	17,0%	17,5%
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
EPS	1,82	3,00	1,24	0,73	1,31	2,60	5,18	3,94	4,59
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
Net dividend	0,25	0,35	0,00	0,30	0,35	0,65	1,04	1,10	1,28

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 36: Faurecia - Valorisation - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Market capitalization	1 716	2 526	1 675	2 225	3 546	5 046	4 980	4 980	4 980
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
EV	3 332	4 037	3 979	5 140	6 287	6 952	5 784	5 689	5 418
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
EV/EBIT	7,9x	6,8x	9,3x	11,9x	10,7x	9,1x	6,6x	5,7x	4,9x
P/E	8,7x	7,6x	29,3x	49,4x	27,6x	13,9x	9,8x	9,2x	7,9x
Dividend Yield (%)	1,6%	1,0%	0,0%	0,8%	1,0%	1,8%	2,9%	3,0%	3,5%

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
Premium/Discount	-29,7%	0,4%	4,4%	25,0%	-
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
Premium/Discount	-16,2%	-2,4%	6,0%	12,7%	-
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
Premium/Discount	-4,0%	5,6%	-22,1%	20,5%	-

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%
Average 16-18	13,0%	13,8%	18,9%	16,0%	15,4%
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%
Average 16-18	21,7%	18,0%	20,9%	14,3%	18,7%
CAGR 16-18	11,3%	10,7%	18,4%	13,2%	13,4%

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%	
Implied FV		€47,0
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
Revenues - Core business	19 103	19 897	20 750	21 662	22 638	23 390	24 190	25 041	25 948	26 916
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%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	877	991	1 104	1 225	1 353	1 450	1 553	1 663	1 781	1 907
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
Present Value of Free Cash Flow	395	339	406	459	492	503	511	515	516	514

Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 41: Faurecia – DCF @ €49

PV of Free Cash Flows	4 651
PV of Terminal Value	3 948
EV implied - EURm	8 600
- 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
Value of Equity	6 694
Value of Equity per share	48,8
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"> • Des compétences cœur dans l'allègement du véhicule, tendance long-terme de croissance dans l'automobile • Un portefeuille produits qui s'élargit aux véhicules hybrides et hybrides rechargeables • Une exposition géographique diversifiée dans l'automobile avec l'Asie (15% du CA) et les Etats-Unis (28% du CA) • Une exposition grandissante aux constructeurs allemands (>33%) • Un recentrage autour des activités les plus rentables à la cession des activités FAE 	<ul style="list-style-type: none"> • Faible présence du groupe sur le segment de la voiture connectée et autonome • Offre produits encore limitée sur le segment des composites • Faible marge opérationnelle par rapport aux autres équipementiers automobiles
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Cession de sa division FAE au profit de la croissance externe, le groupe ayant reçu €650m, lui permettant de réduire son ratio dette nette/EBITDA à 0x • Le développement commercial du système de dépollution ASDS auprès des constructeurs de voitures particulières. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement 100% du CA de Faurecia. • Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales • Essor du système de dépollution SCR solide (DINOx solid) chez Plastic Omnium, en même temps que le système ASDS de Faurecia

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** (*Équipements 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.

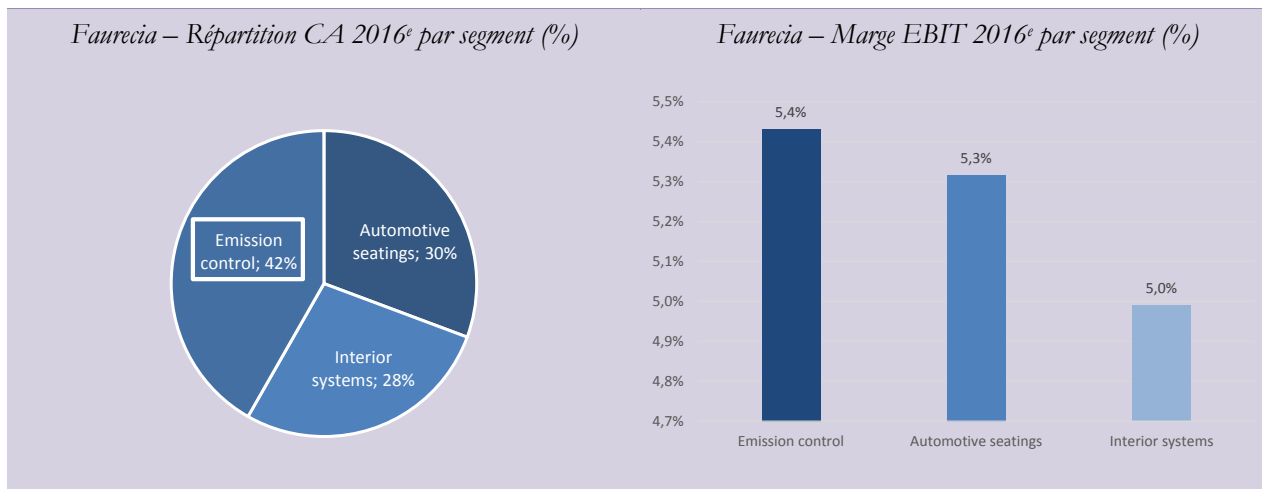
Avec un chiffre d'affaires de **€18,7Md** fin 2015 (*pré cession FAE*) entièrement réalisé sur le marché de la première monte et donc tourné vers les constructeurs automobiles, Faurecia s'impose aujourd'hui comme le premier équipementier en France. Plus globalement, avant la cession de FAE, le groupe figurait à la **7^e place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles, devant **Valeo** (*11^e place*) ainsi que **Plastic Omnium** (*40^e 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 CO₂ 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_x 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, la 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 CO₂ 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**.

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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	Widenmayerstrasse 29	The Imperial Hotel Janpath
15 St. Botolph Street	75008 Paris	New York, NY 10022	80538 Munich	New Delhi 110 001
London EC3A 7BB	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Germany	Tel +91 11 4132 6062
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	+49 89 2422 62 11	+91 98 1111 5119
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member		Fax +91 11 2621 9062
Authorised and regulated by the	Financial Conduct Authority (FCA) and the			
Financial Conduct Authority (FCA)	Autorité de Contrôle prudentiel et de			
	resolution (ACPR)			

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.