

INDEPENDENT RESEARCH

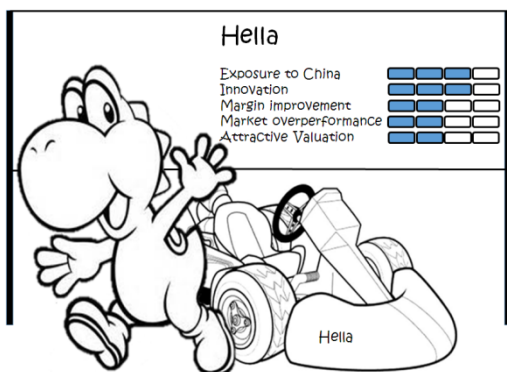
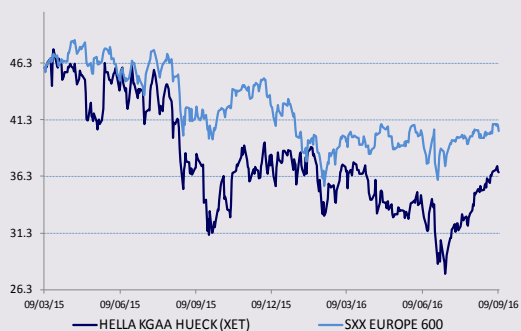
14 septembre 2016

Industrie Automobile

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

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

Cours et données arrêtés le 9 septembre



Hella

Sous les projecteurs

Fair Value 45EUR (cours 36,67EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

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

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

■ **...Et présent sur des marchés de croissance**: Son expertise sur le marché des LED (leader européen avec 35% de PDM) et OLED dans le secteur de l'éclairage automobile combiné à sa présence sur le marché des composants électroniques (15% de PDM au niveau mondial sur les segments d'Hella), devrait permettre à Hella de surfer sur le fort besoin en solutions permettant de réduire les émissions de CO₂ du véhicule tout en bénéficiant du développement du véhicule autonome.

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

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

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

Hella



Activités

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

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

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

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile allemand **Hella** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Créée en 1899 mais coté en bourse seulement depuis 2014, Hella devrait bénéficier sur les prochaines d'années de **l'accroissement du marché des phares**, grâce notamment à sa présence sur le marché des LED, et devrait profiter de la demande très forte en solutions et innovations permettant de **réduire les émissions de CO₂ des véhicules** (par la réduction du poids du véhicule). Nous estimons que le groupe devrait continuer à **surperformer la production automobile mondiale** sur les 5 prochaines années.

Attractif ou non?



Valorisation

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

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

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

Valeur ajoutée?



Différenciation face au consensus :

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

Quels risques?

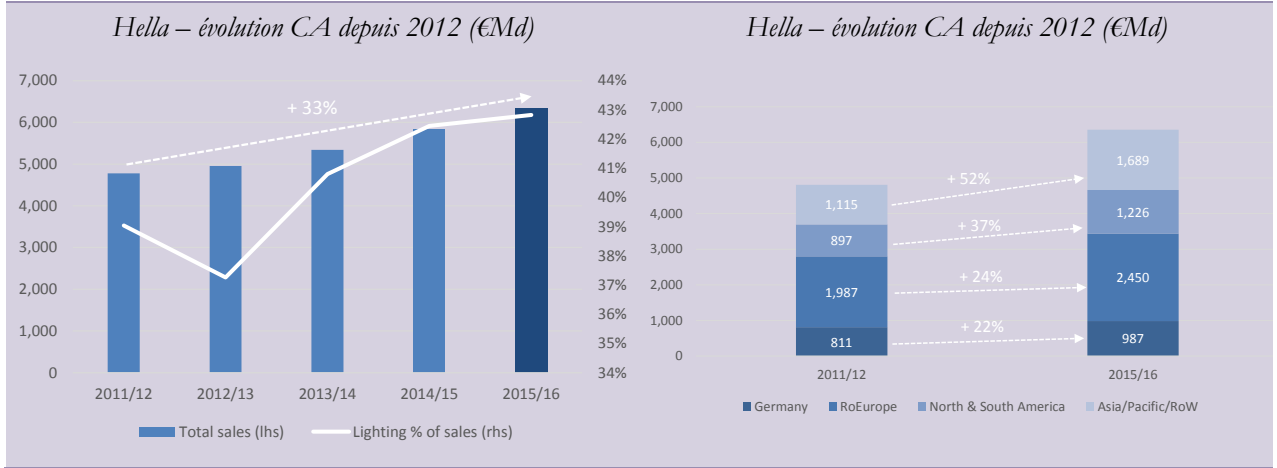


Risques

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

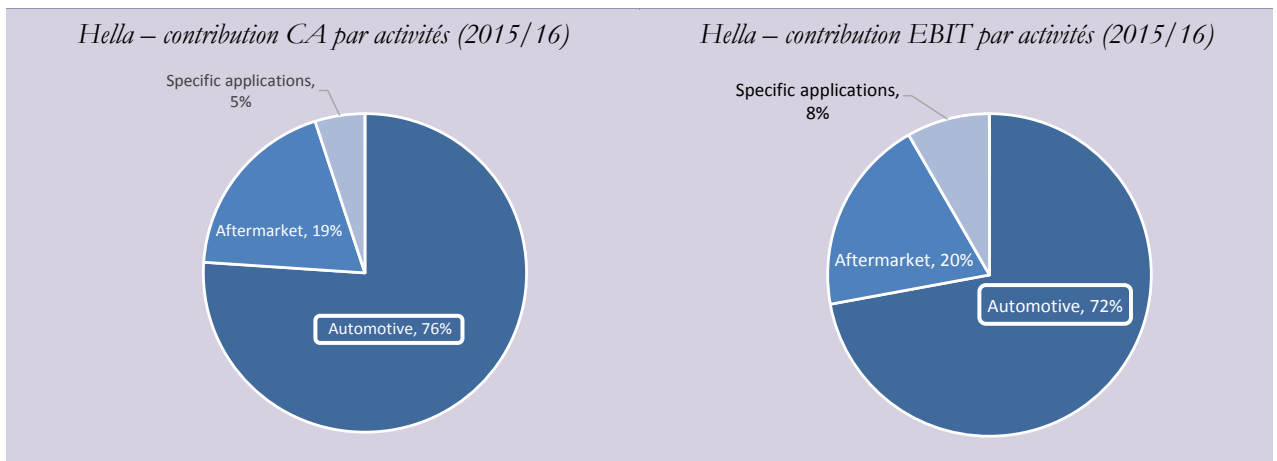
2. Hella en six graphes

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



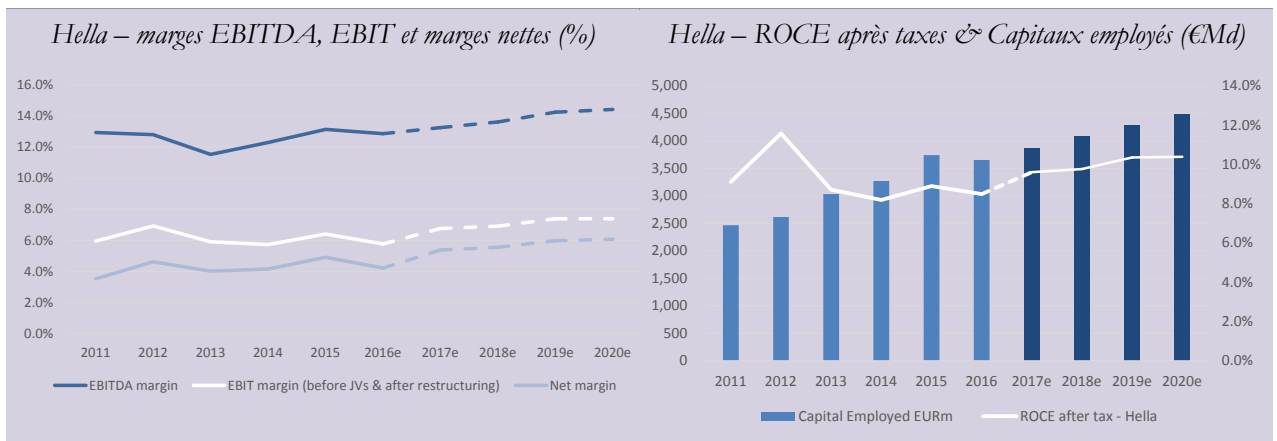
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Des ratios en forte amélioration



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

3. Sous les projecteurs

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

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

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

Son expertise sur le marché des **LED** (*leader européen avec 35% de PDM*) et **OLED** dans le secteur de l'éclairage automobile combiné à sa présence sur le marché des **composants électroniques** (*15% de PDM au niveau mondial sur les segments d'Hella*), devrait permettre à Hella de surfer sur le fort besoin en solutions permettant de réduire les émissions de CO₂ du véhicule tout en bénéficiant du développement du véhicule autonome.

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

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

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

Achat, FV à €45 (+22%).

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

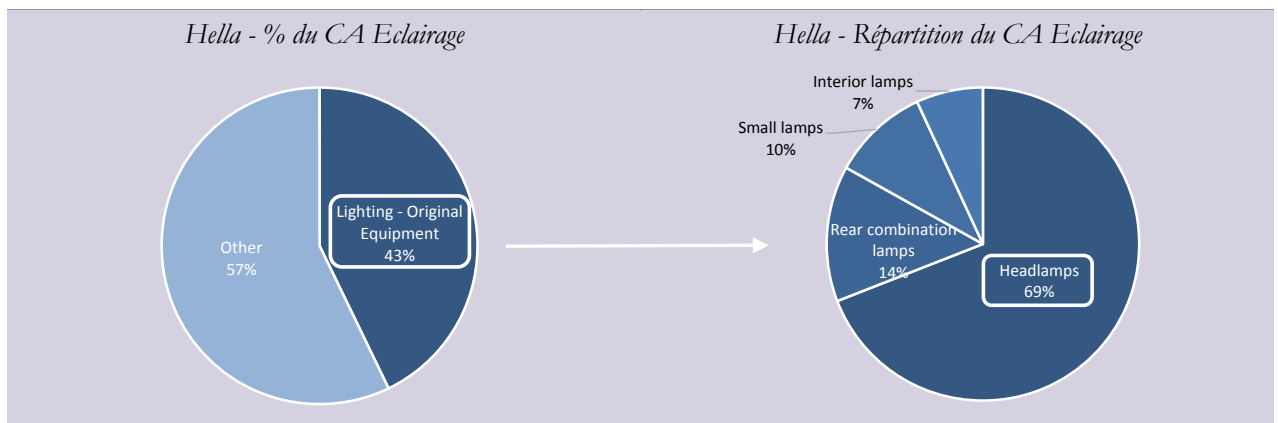
4.1. Que la lumière soit! Et la lumière fut!

Bien que l'instauration de systèmes d'éclairage tels que les phares-avant et arrière sur les véhicules remonte à plus d'un siècle et que leur utilité semble être toujours la même, **voir et être vu**, les avancées technologiques se sont multipliées en la matière et devraient continuer à évoluer sur les prochaines années. Les phares à **halogène** ont ainsi progressivement remplacé les phares électriques dans les années **1970**, tandis que les phares au **xénon** sont devenus une technologie équipant les véhicules haut de gamme dans les années **1990** (*tout en restant très minoritaires au niveau du marché global*); et enfin la **LED** a vu le jour et commence modestement à équiper certains véhicules depuis le début des années **2000**. Les nouvelles contraintes réglementaires en Europe (*réduction des émissions de CO₂, et feu diurnes obligatoires en Union Européenne sur les nouveaux véhicules immatriculés depuis 2011*) devraient accroître le besoin en technologies LED au profit d'acteurs comme Valeo, Hella, Osram...

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

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

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

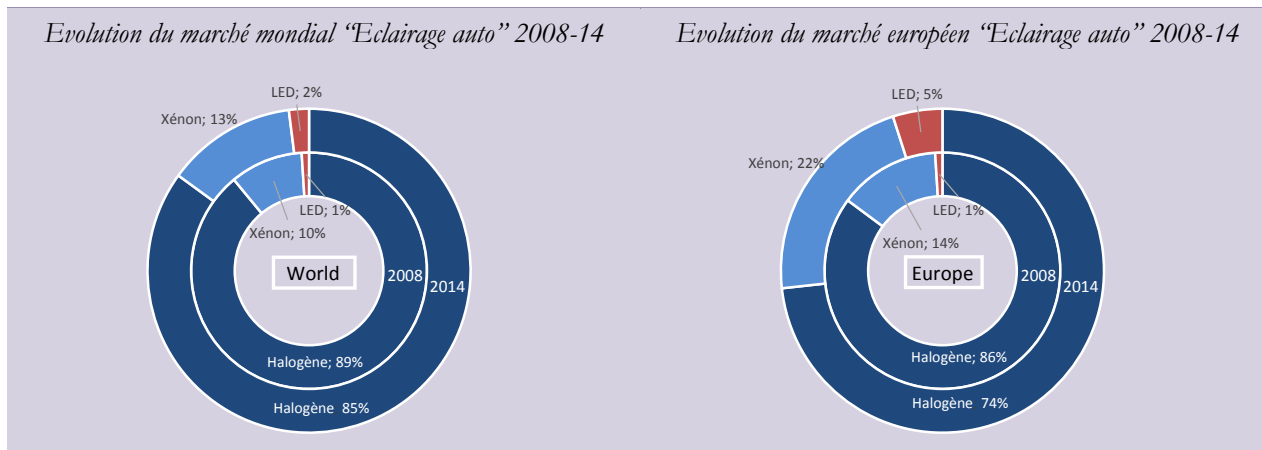


Source: Hella; Bryan, Garnier & Co est.

4.1.1. La LED, la technologie de demain

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

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

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

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

Technologie	Couleur lumière	Luminosité (mcd.m²)	Projection (m)	Durée de vie (h)	Prix moyen (€)	Intensité (lumens)	Consommation électrique (W)
Halogène	Blanche jaunâtre	30	150	1 000	25-30	1 600	55
Xénon	Bleutée	70	220	2 000	100	3 200	35
LED	Blanche	75	300	6 000	150-450	7 800	35
LED laser	Blanche	-	600	30 000	> 2 000	-	-

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

Halogène

Xénon

LED



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

4.1.2. De nouvelles applications pour l'avenir

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

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

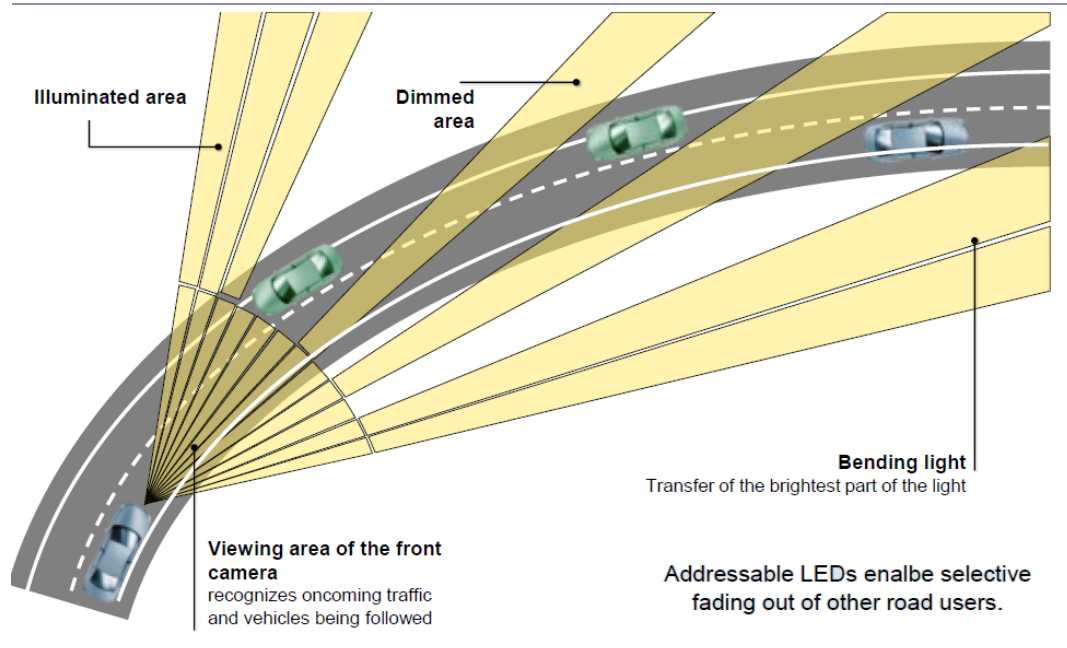
Selon la NHTSA, près de 49% des accidents ayant eu lieu sur le territoire américain se sont produits la nuit.

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

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

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

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



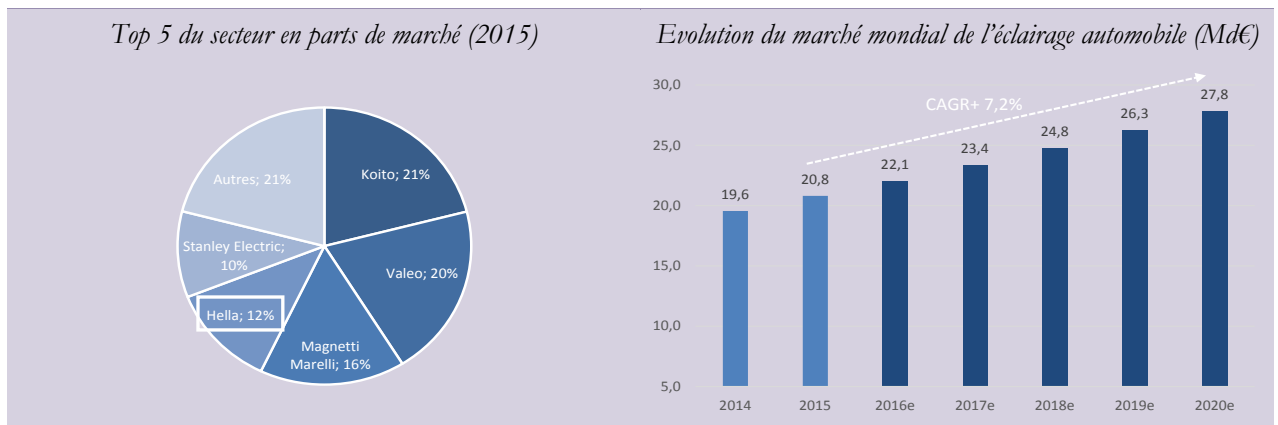
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

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



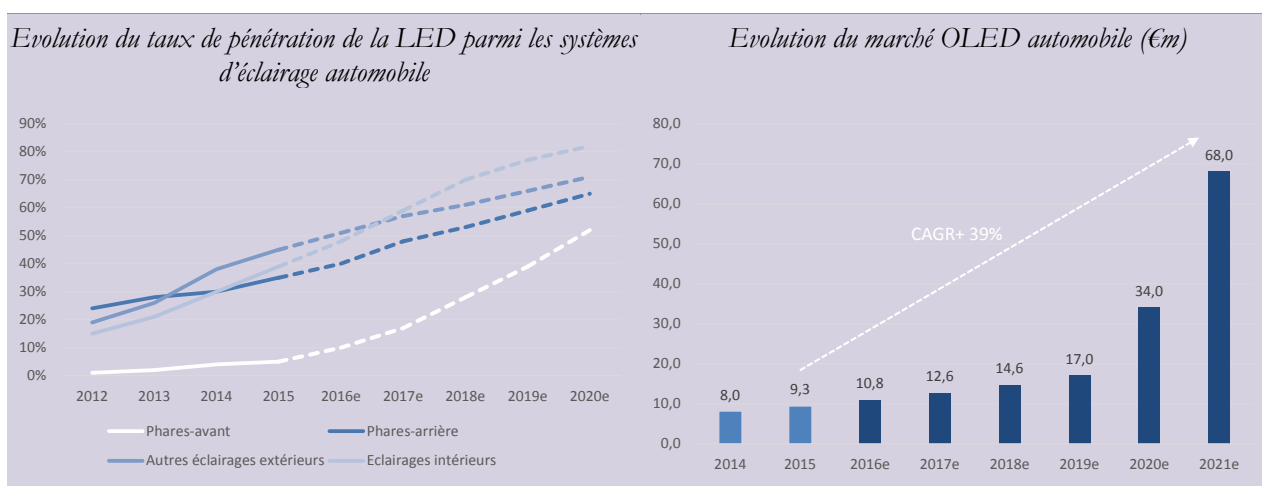
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

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



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

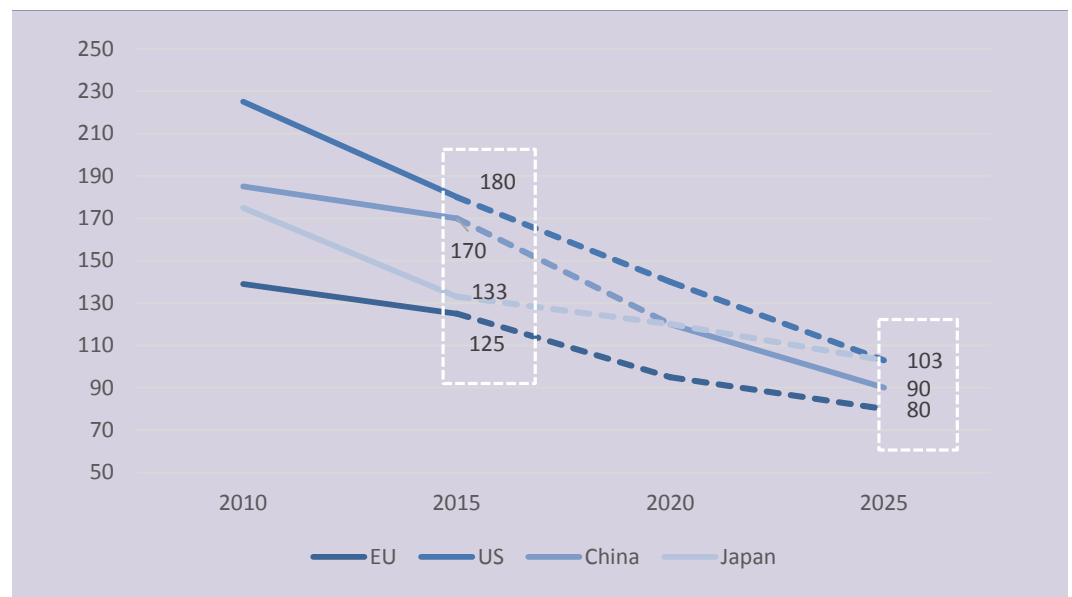
Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment « Lighting » de **6%** faisant passer le CA du segment de **€2,7Md à €3,4Md**.

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

4.2.1. Une pression réglementaire sur les constructeurs ...

Depuis la prise de conscience environnementale, la **pression réglementaire** n'a cessé de s'accroître au sein du secteur automobile, plaçant ainsi les **émissions de CO₂** et plus récemment de **NO_x** (*oxydes d'azote émis par les véhicules diesel*) au centre des inquiétudes. Ces émissions sont désormais encadrées et la prochaine décennie verra l'entrée en vigueur de plusieurs seuils d'émission imposés par les autorités, que ce soit dans les pays matures comme les Etats-Unis (*-43% d'émissions d'ici 2025 pour 103g/km*), dans l'Union européenne (*-36% d'émissions d'ici 2025 pour 80g/km*) ou encore au Japon (*-23% d'émissions d'ici 2025 pour 103g/km*). Les pays émergents ne sont pas en reste avec le cas de la Chine dont la pression réglementaire s'avère être la plus significative (*-47% d'émissions pour 90g/km*) **forçant ainsi les constructeurs à repenser leurs véhicules.**

Fig. 13: Des émissions de CO₂ sous d'intenses pressions réglementaires à l'avenir (g CO₂/km)



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

4.2.2. ... favorable aux équipementiers

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

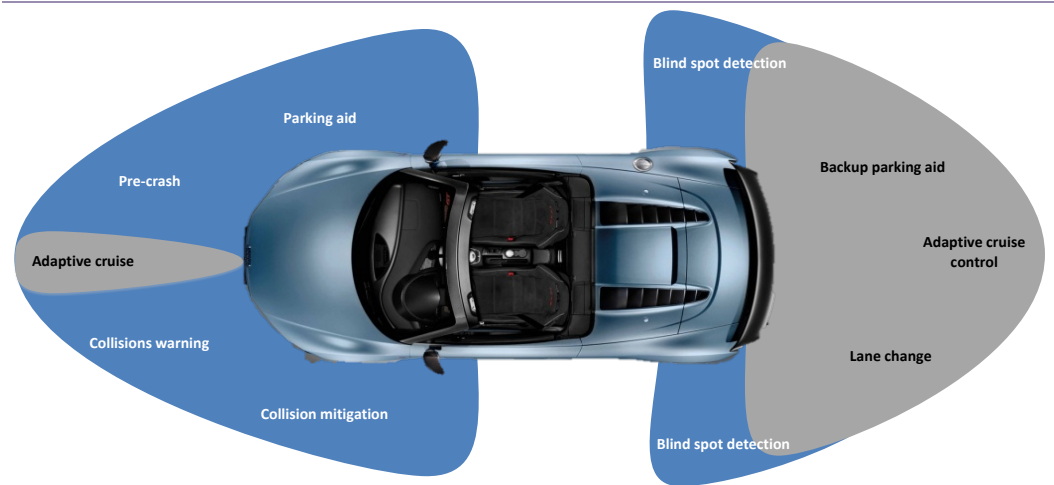
Dans la mesure où l'architecture électrique établie n'est plus en mesure de répondre en toutes circonstances aux besoins des appareils embarqués, la seule solution pour les véhicules conventionnels transparaît dans la refonte du système électrique du véhicule (*les véhicules hybrides/électriques ont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

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

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

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

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



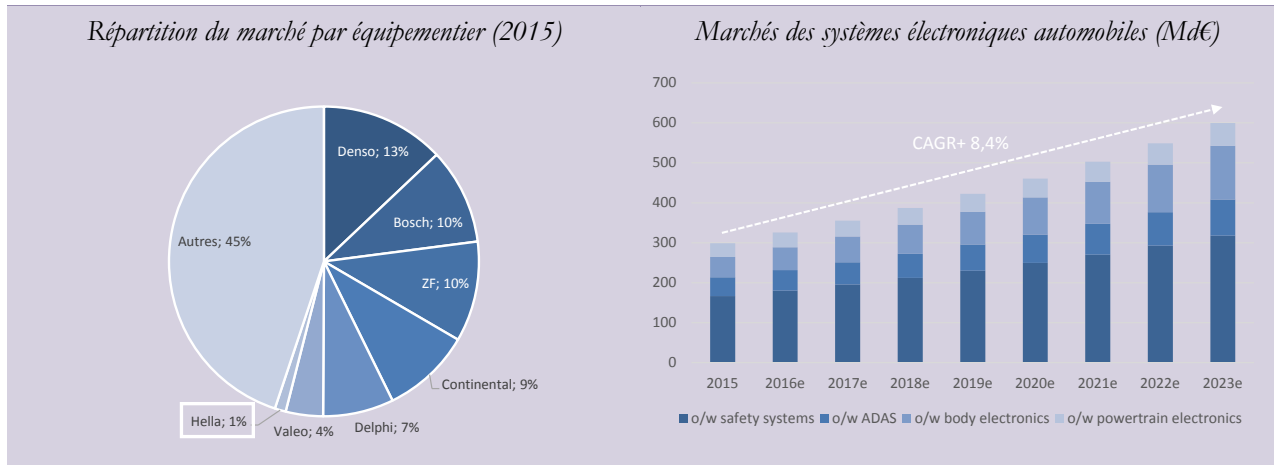
Source: Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

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



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

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

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

5.1. Plus proche des clients finaux...

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

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

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

5.2. ... au détriment des marges

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

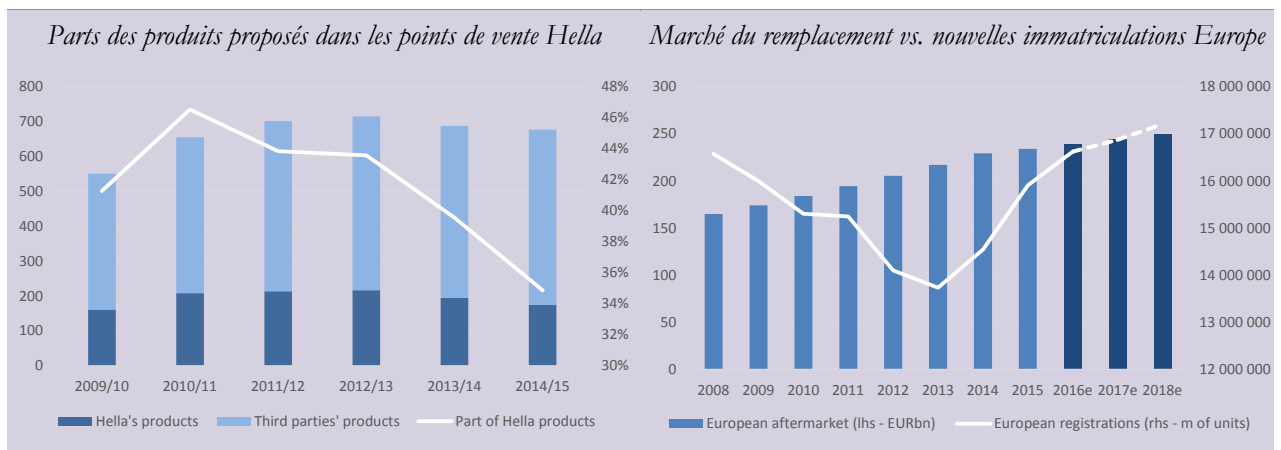
Cette **faible marge d'EBIT** résulte du positionnement du groupe qui gère des points de vente en propre où une taille critique de produits proposés est nécessaire pour attirer le client (*beaucoup d'investissements, beaucoup de stocks*). Or, Hella doit proposer des produits de marques tierces afin de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

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

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

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

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

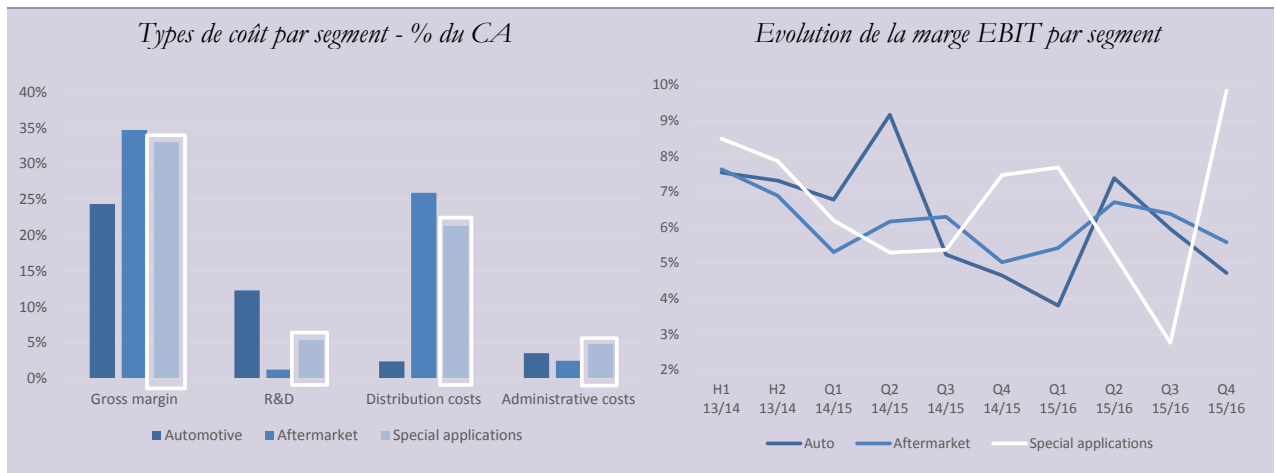
Dans notre modèle Hella nous prévoyons un **TCAM** entre 2016 et 2020 pour le CA du segment «Aftermarket» de **3,5%** faisant passer le CA du segment de **€1,25Md à €1,4Md**. Nous estimons également que la marge opérationnelle du groupe devrait s'améliorer et se rapprocher des **7%** en 2020, grâce notamment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

6. Les applications spéciales: la diversification à bas coût

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

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

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

Hella

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

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

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

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

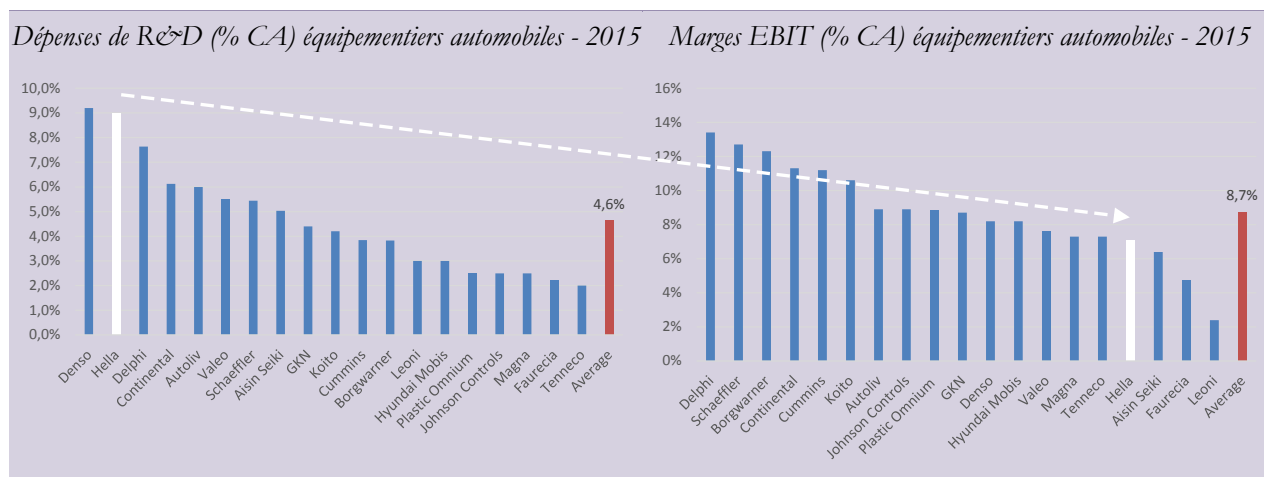
7.1. Vers plus de marge

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

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

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

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



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

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

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

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

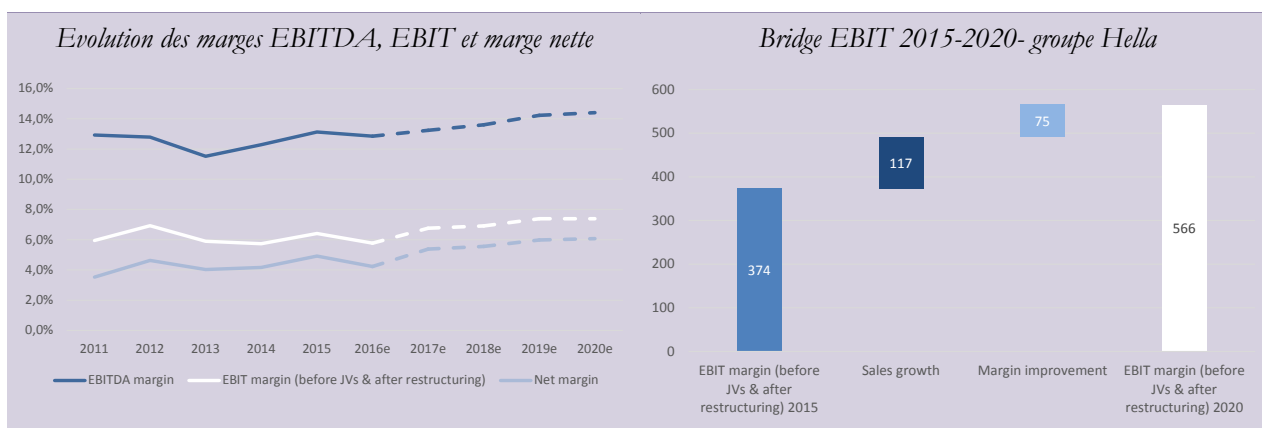
	Gross margin	R&D	Selling/Dist. Costs	Others	EBIT margin
Hella – CA première monte	23,8%	11,9%	6,1%	0,1%	5,7%
Denso	25,9%	9,3%	9,1%		7,5%
Delphi	27,9%	7,9%	6,7%	1,8%	11,5%
Continental	25,9%	6,2%	7,9%	1,4%	10,3%
Autoliv	20,1%	5,7%	4,5%	2,0%	7,9%
Valeo	18,0%	5,5%	5,2%		7,3%
Koito	20,3%	4,5%	7,3%		8,4%
Average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

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

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

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

Fig. 20: Evolution des marges chez Hella

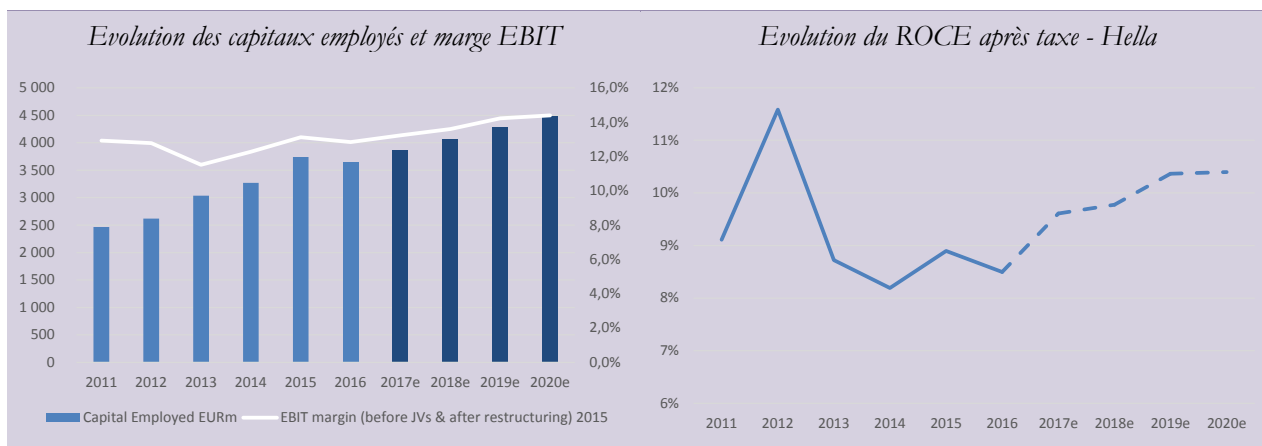


Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

7.2. Et vers un meilleur ROCE

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

Fig. 21: Evolution du ROCE chez Hella



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

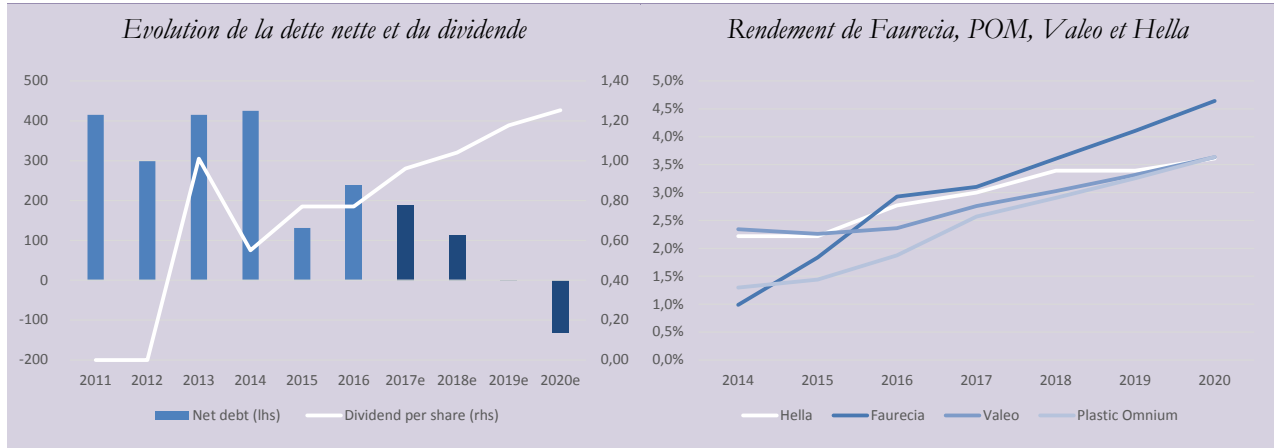
Nous jugeons crédible l'amélioration de la marge opérationnelle ainsi que l'évolution favorable de ratios de retour sur investissements chez Hella, grâce **1/**à un effet rattrapage sur la marge par rapport à une année 2015/16 impactée par les déboires du groupe avec un de ses sous-traitants chinois,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

Fig. 22: Hella – Tableau de financement

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

8. Nos estimations

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

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

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 25: Hella – Tableau de flux - €m

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Hella

Fig. 26: Hella – Bilan - €m

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 27: Hella – Ratios - %

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 28: Hella - Données par action - €

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 29: Hella - Valorisation - €m

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

9. Valorisation

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

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

Nous initions donc sur Hella à l'achat.

Fig. 30: Hella – FV @ €45

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

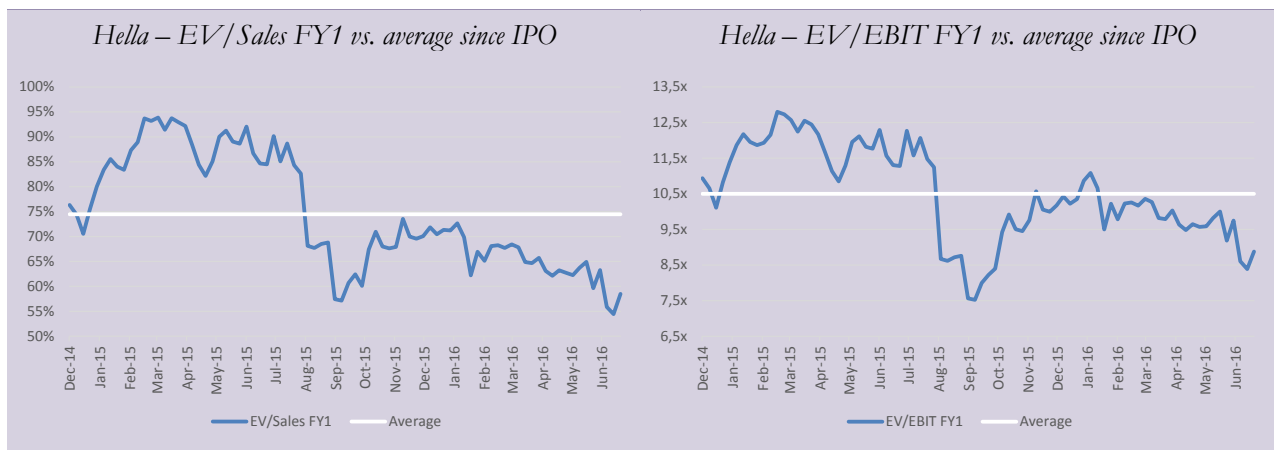
9.1. Valorisation par les multiples

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

Nous utilisons les multiples suivants :

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

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



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

9.2. Valorisation par DCF

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

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

Fig. 32: Hella – Estimations DCF - €m

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 33: Hella – DCF @ €51

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

Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

10. Hella – SWOT

Fig. 34: Hella – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Un positionnement produit en ligne avec les tendances « long-terme » du marché • Forte expertise sur le marché des lampes extérieures (<i>Xénon, LED, OLED...</i>) – Leader sur le marché des LED en Europe • De récentes acquisitions très technologiques et relatives • Bon <i>track-record</i> de surperformance du marché automobile mondial (+5% en moyenne) • Une faible exposition à l'Europe et une forte exposition aux constructeurs allemands 	<ul style="list-style-type: none"> • Très faible part de marché dans le marché mondial de l'électronique automobile (1%) • Faible marge opérationnelle sur le marché du remplacement (6% de marge d'EBIT), dilutif par rapport à la moyenne du groupe • Niveau de dépenses en R&D beaucoup trop élevé (10% du CA) notamment par rapport au concurrent, pénalisant la marge opérationnelle du groupe
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Un durcissement plus rapide que prévu sur les émissions de CO₂ et de NOx • Une amélioration de la marge opérationnelle grâce à un contrôle plus strict des dépenses en R&D • La forte exposition du groupe en Asie (27% du CA) pourrait devenir un atout considérable en cas d'accélération forte du marché chinois notamment • Développement du véhicule autonome 	<ul style="list-style-type: none"> • Risque de conflit avec un fournisseur, risque de faillite d'un fournisseur • Une évolution défavorable des prix des matières premières au détriment des agriculteurs et donc du marché des véhicules agricoles • Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

11. Hella en bref

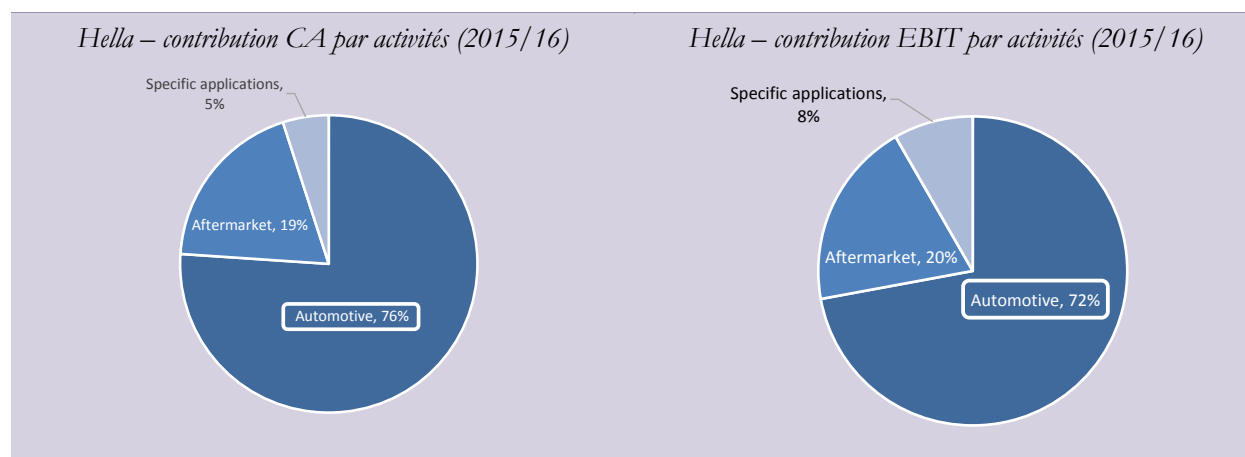
11.1. Un peu d'histoire

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

11.2. Un portefeuille centré sur l'industrie automobile

Présent sur le marché de la **première monte (76% du CA 2015/16)** ainsi que sur le marché du **remplacement (19% du CA 2015/16)**, Hella a développé une réelle expertise autour de **deux métiers** phares sur l'industrie automobile: **1/les systèmes d'éclairage**, qu'ils soient d'intérieurs ou d'extérieurs; et **2/ les systèmes électroniques** (*composants, sécurité, énergie...*) destinés à réduire les émissions de CO₂ et améliorer la consommation d'essence tout en accroissant la sécurité et le confort du conducteur et passagers. Ces deux métiers alimentent les trois pôles du groupe: pôle «**Automobile de 1^{ère} monte**», pôle «**Automobile de remplacement**» et pôle «**Applications spécifiques**», répondant ainsi aux besoins des constructeurs, des particuliers, garagistes et industriels étrangers au secteur automobile. Hella tire ainsi une part conséquente de ses revenus du secteur automobile (>95%) sachant que le pôle des applications spécifiques concerne également des activités liées à l'automobile (*bus, camions*).

Fig. 35: La prépondérance des activités automobiles



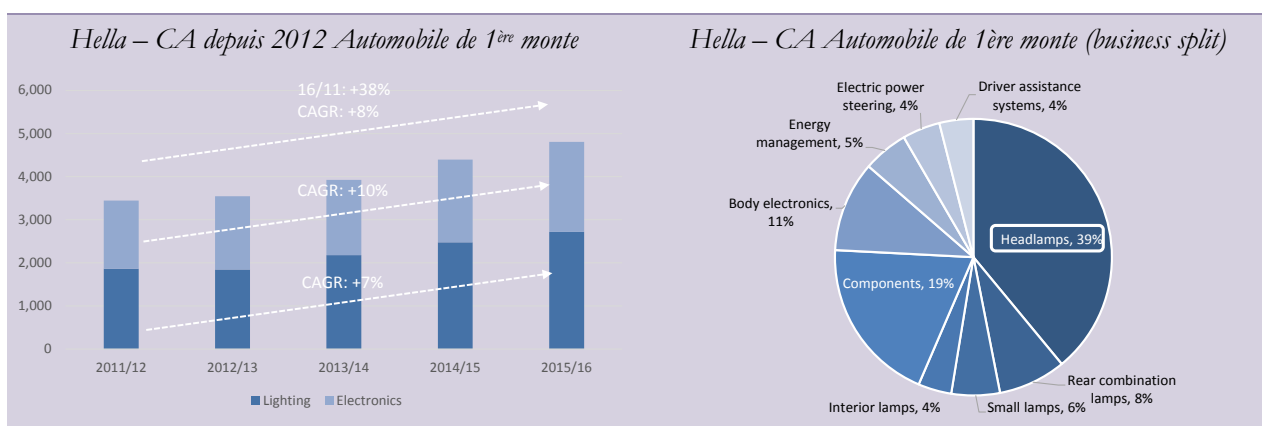
Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

11.2.1. Le pôle « Automobile de 1^{ère} monte » – 76% du CA – 72% EBIT

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

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

Fig. 36: CA – Hella – Automobile de 1^{ère} monte (€m)



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

Le développement de ce pôle se construira autour de trois axes majeurs, à savoir la **règlementation**, la **voiture autonome** et la **Chine**. Quelles soient européennes ou américaines, les réglementations se durcissent sur les émissions de CO₂ et la tendance devrait se poursuivre d'ici 2025 avec un objectif de **103g/km** aux Etats-Unis (contre 180g/km en 2015) et **80g/km** dans l'Union européenne (contre 139g/km en 2015). Une réduction possible notamment via l'installation de **phares LED** requérant moins d'espace et consommant moins d'énergie, le faible taux de pénétration de cette technologie dans le parc en circulation (environ 2%) laisse Hella optimiste quant à son potentiel de développement. Les composants électroniques sont également des outils permettant de répondre aux nouveaux cadres réglementaires (*plus de sécurité, moins d'émissions de CO₂ et moins de consommation de carburant*) or ces mêmes composants électroniques ne représentaient que **30%** du coût de production d'une voiture en 2010. Hella s'attend donc à ce que cette part atteigne les **50%** d'ici 2030.

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

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

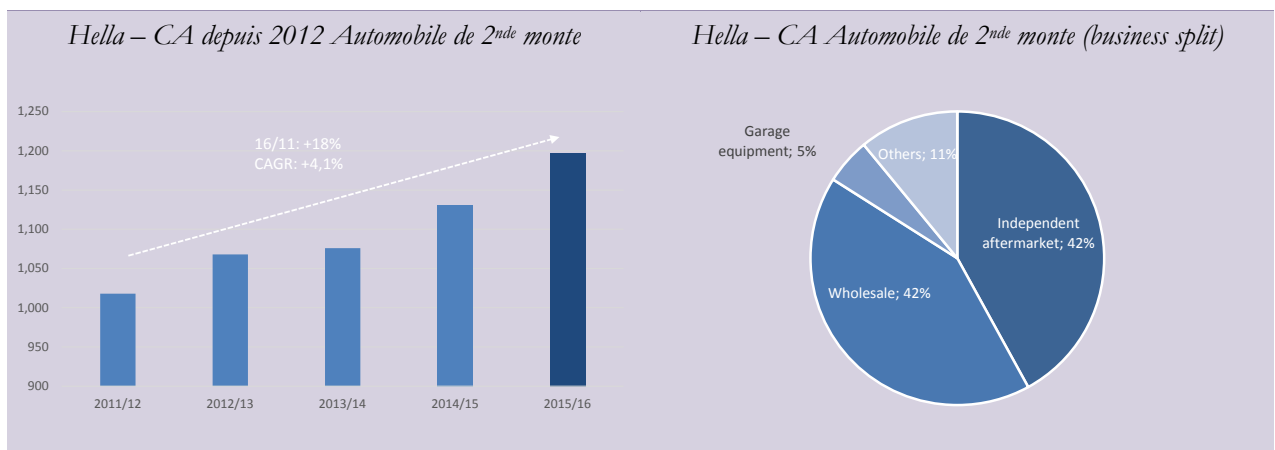
Sur ce segment nous estimons la marge opérationnelle à **5,5%** en 2015/16, légèrement inférieure à la moyenne du groupe (**5,8%**).

11.2.2. Le pôle «Automobile de 2^{nde} monte» – 19% du CA – 20% EBIT

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

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

Fig. 37: CA – Hella – Automobile de 2^{nde} monte (€m)



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

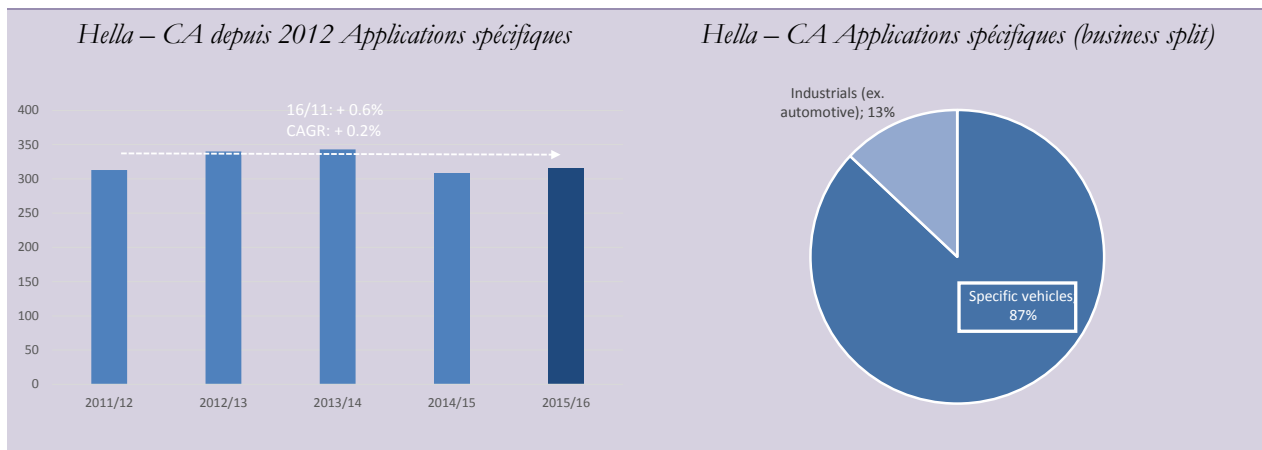
Sur ce segment nous estimons la marge opérationnelle à **6%** en 2015/16, légèrement supérieure à la moyenne du groupe (5,8%).

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

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

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

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



Source: Hella; Bryan, Garnier & Co ests.

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

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

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

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.