

INDEPENDENT RESEARCH

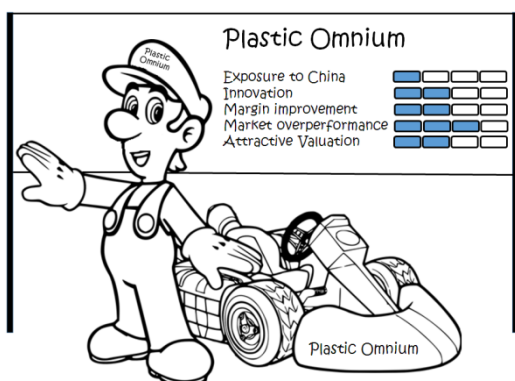
14 septembre 2016

Industrie Automobile

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

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

Cours et données arrêtés le 9 septembre



Plastic Omnium


Dans la cour des grands

Fair Value 36EUR (cours 28,61EUR)

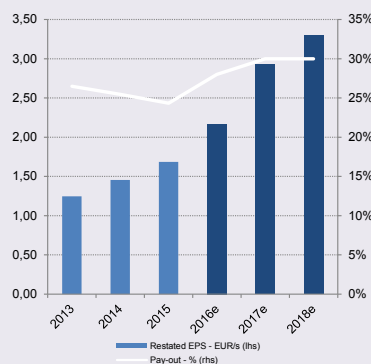
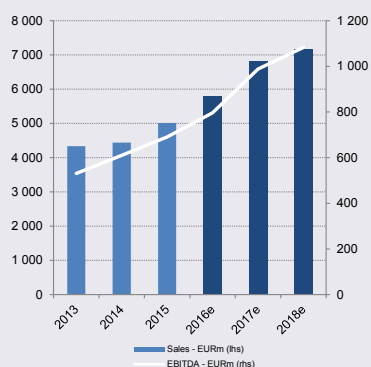
ACHAT
Initiation de couvert

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

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

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

Plastic Omnium



Activités

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

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

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

Sommaire

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

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

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

Attractif ou non?



Valorisation

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

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

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

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

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

Quels risques?

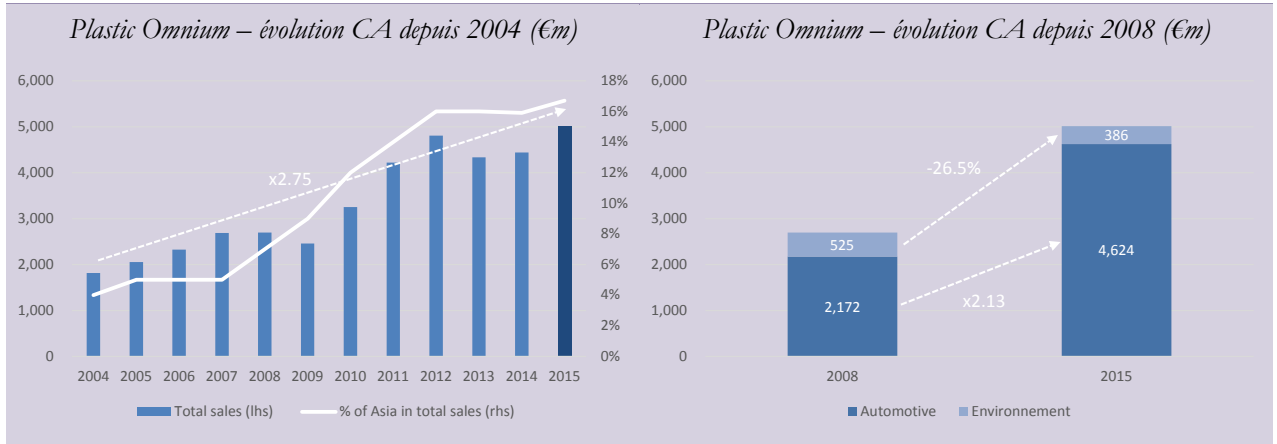


Risques

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

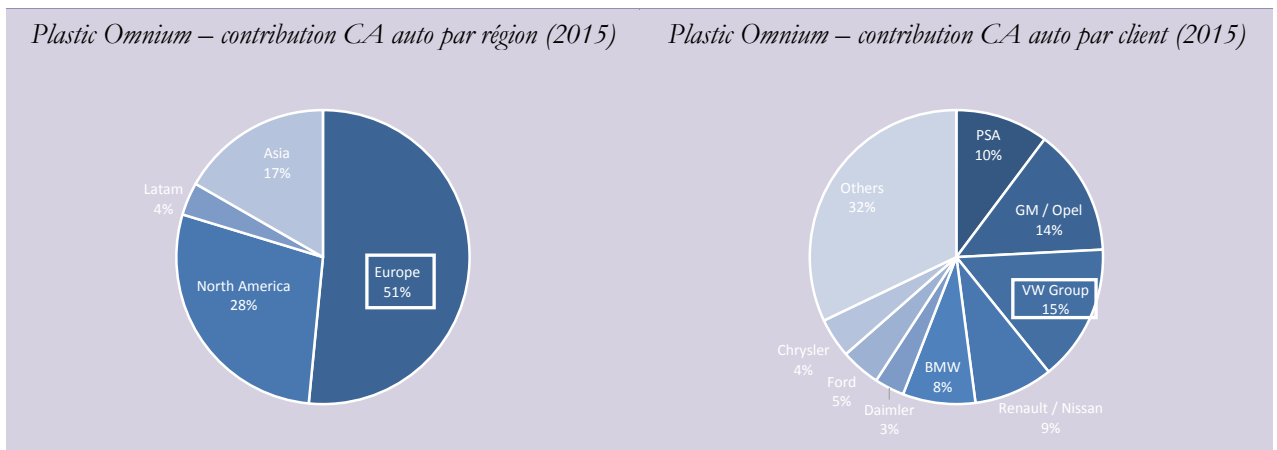
2. Plastic Omnium en six graphes

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



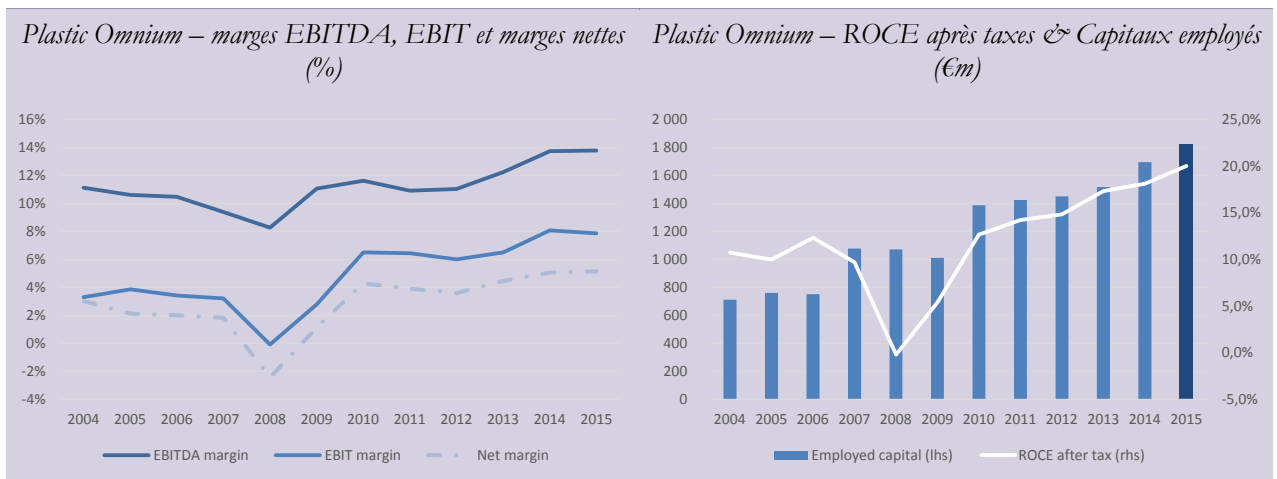
Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Un groupe très européen et très américain



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

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



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

3. Dans la cour des grands

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

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

Avec un TCAM sur son **CA** et sur son **résultat opérationnel** de respectivement **8%** et **21%**, entre 2007 et 2015, Plastic Omnium a surperformé le secteur automobile mondial (*TCAM de 3%*), mais également ses principaux concurrents (*Faurecia; Magna et Kautex*). Cette surperformance a été possible grâce notamment à un déploiement conséquent d'offres innovantes permettant aux constructeurs automobiles d'adresser les contraintes réglementaires liées aux émissions de CO₂ et aux particules de NOx, à travers la réduction du poids du véhicule.

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

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

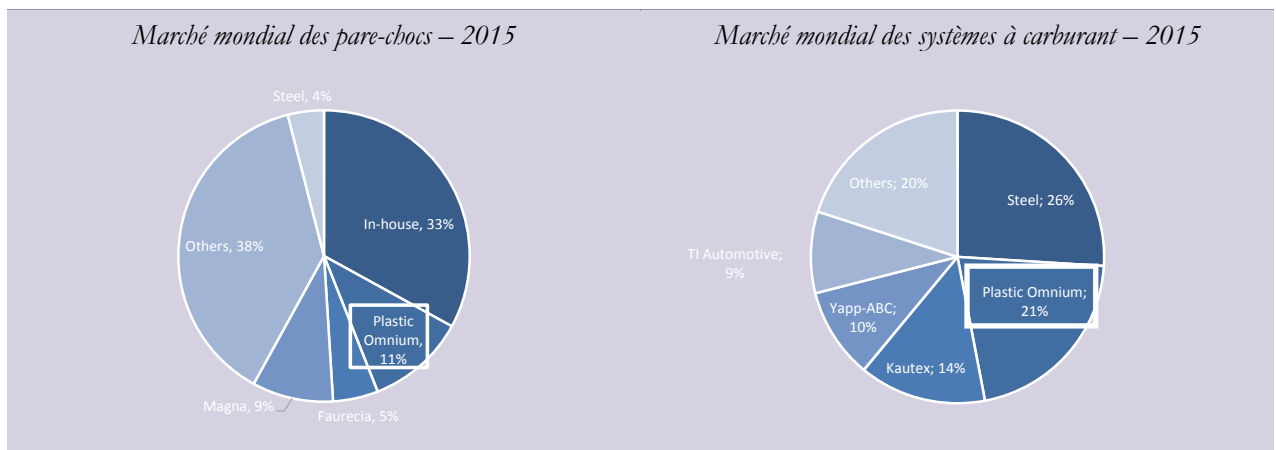
Malgré la très bonne performance du titre depuis son point bas début 2009 (*titre multiplié par 48x contre seulement 3,2x pour l'indice SXAP*) le potentiel de croissance nous semble au cours actuel encore très attractif. Le consensus 2017-18 n'a pas encore totalement intégré l'acquisition de **FAE**,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

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

4.1. Un leader avant même l'intégration de FAE

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

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



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

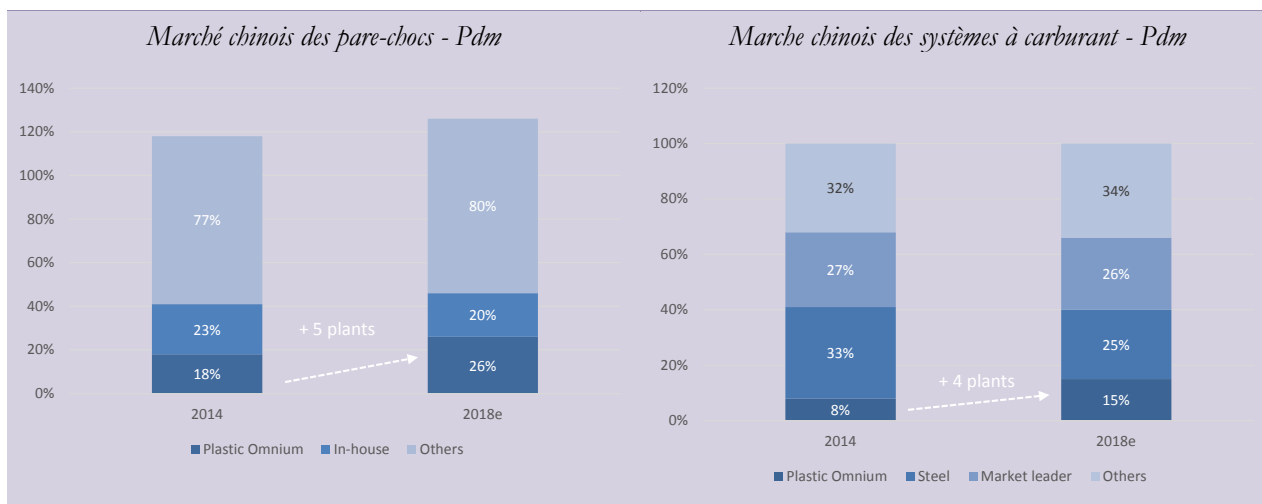
Soucieux de conserver sa position de leader mondial sur ces deux segments, Plastic Omnium ambitionne également d'accroître ses parts de marché à **25%** sur le **marché des systèmes à carburant à horizon 2019**, grâce notamment aux récents contrats signés par le groupe avec de nouveaux constructeurs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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

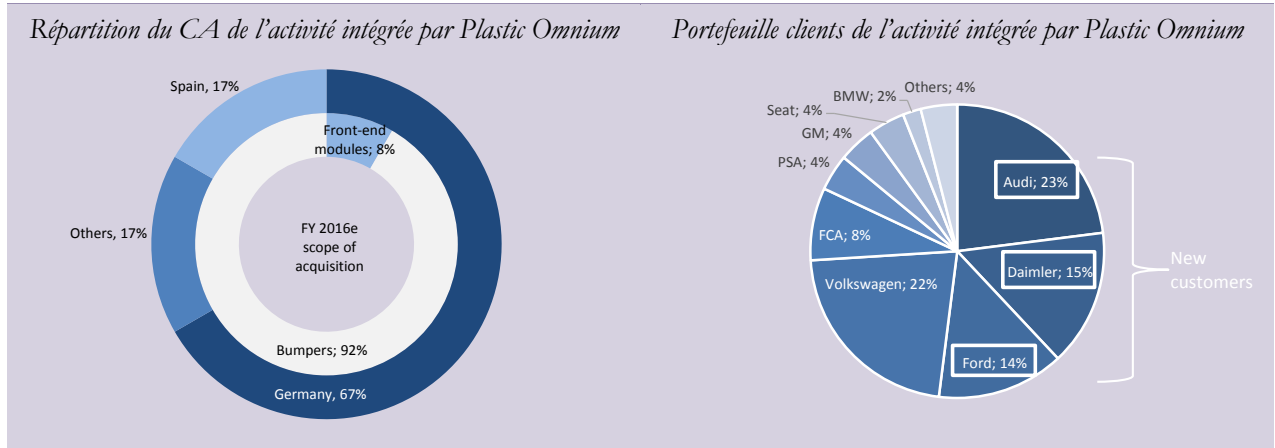
5.1. Une opération qui fait du sens pour le groupe

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

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

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

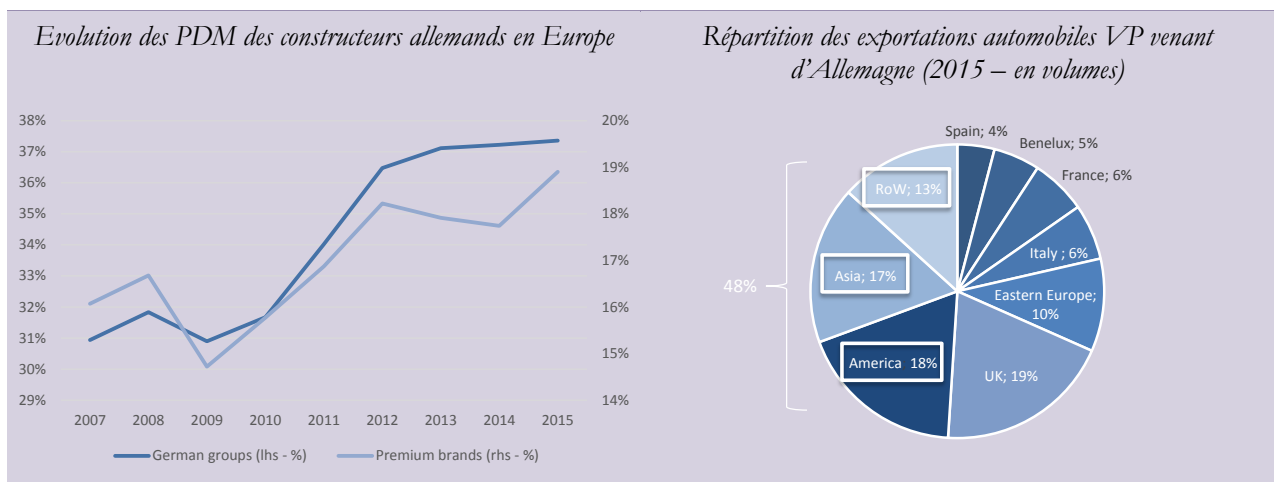
Fig. 6: L'intégration d'une activité très européenne et destinée au « premium »



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

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

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



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

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

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

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

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

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

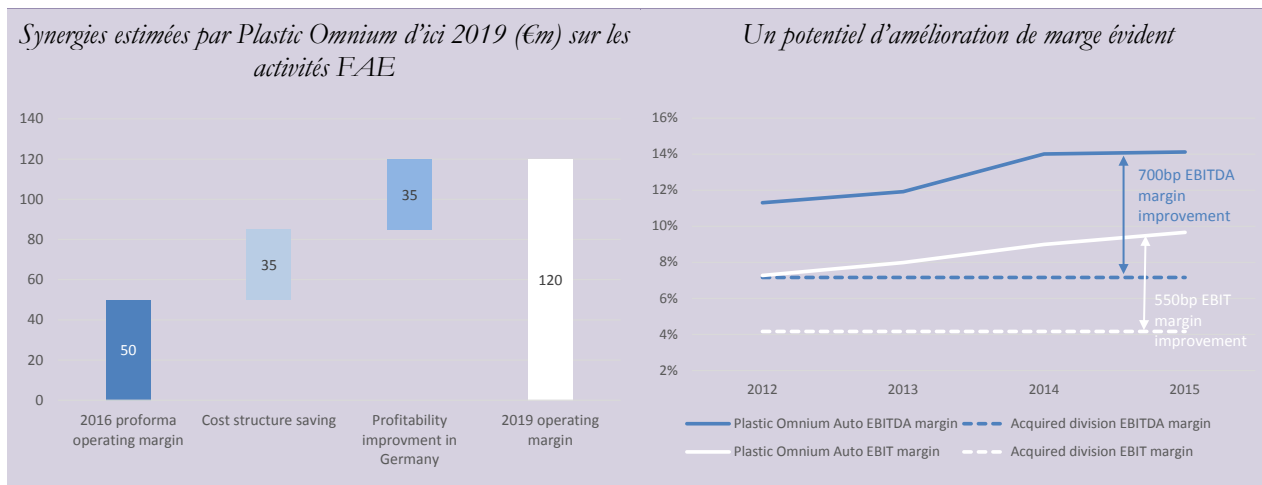
5.2. Des synergies évidentes au profit de la marge du groupe

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

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

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

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

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


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

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

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

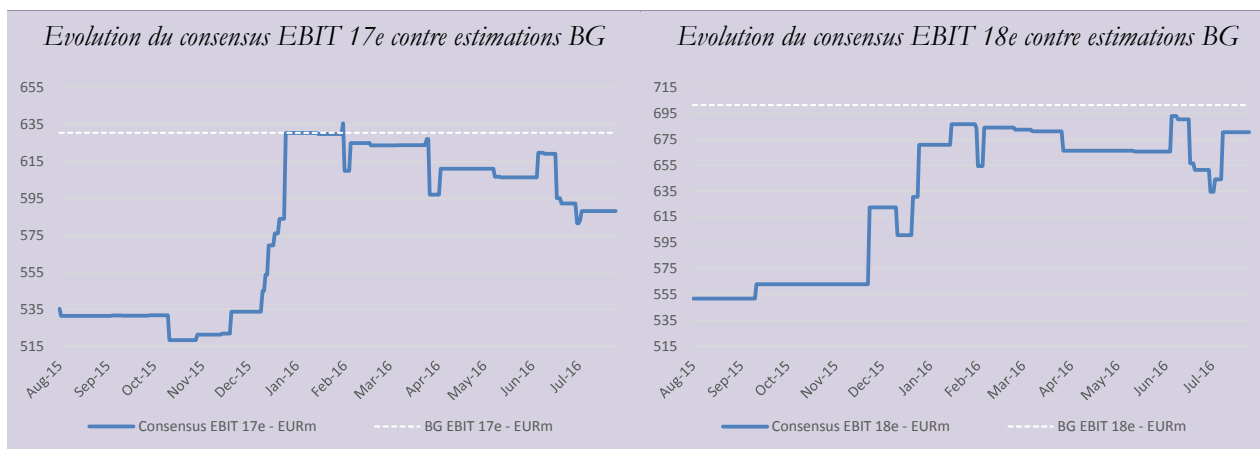
5.3. Un changement de périmètre pas encore entièrement valorisé par le marché

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

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

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

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

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


Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

5.4. Un risque d'exécution

Nous relevons ici **deux facteurs de risque** inhérents à cette opération : **1/ la transposition des processus industriels** de Plastic Omnium dans les sites de production acquis et ; **2/ l'obligation de céder une partie de la division** acquise en Europe.

Comme énoncé précédemment, une amélioration de la marge des activités reprises passera par un changement complet des processus industriels jusqu'alors mis en place et appliqués dans les sites de production de Faurecia de sa division modules extérieurs. Une étape inévitable au vue de la capacité de Plastic Omnium à générer des marges confortables par rapport à Faurecia dans ce domaine. Or cela implique une réorganisation totale des sites et de leur manière de fonctionner. Des changements d'une telle ampleur après un rachat sont alors **susceptibles d'affecter pendant un temps la production et la rentabilité de ces sites industriels**. Sur le plan social, des mécontentements et potentiels conflits ne sont pas à exclure, avec tous les désagréments qui y sont associés: baisse de la productivité, augmentation du turnover voire grèves. Il est également important de souligner le poids de l'intégration des **5 500 employés, représentant près d'un tiers des effectifs** composant le groupe Plastic Omnium (20 289) pré-acquisition.

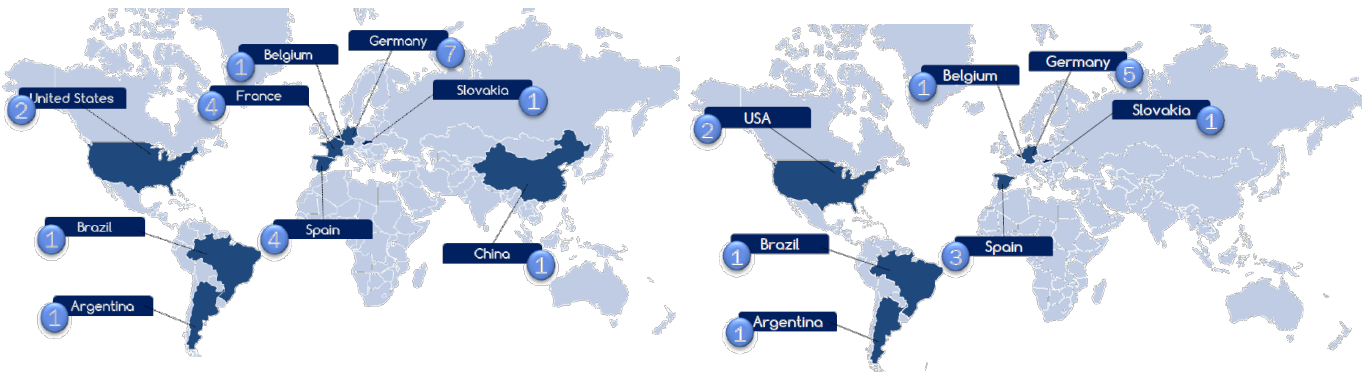
L'opération concernait initialement un périmètre de **22 sites** de production et **6 centres de R&D** dans le monde, employant **7 700 personnes** et générant un chiffre d'affaires de **€2Md**. Cependant, la **Commission Européenne** a estimé que les conditions concurrentielles liées à cette opération seraient trop monopolistiques et a donc décidé, à la suite de négociations avec Plastic Omnium, que des sites devraient être cédés au plus vite à des acteurs tiers en Europe. **Ces cessions concernent environ €800m de chiffre d'affaires pour 2 200 employés et 8 sites ainsi qu'un centre de R&D**. Plastic Omnium doit donc se hâter de trouver des repreneurs pour tous les sites français acquis qui produisent des pare-chocs en plastique (*au nombre de 4*), un site espagnol positionné sur le même segment ainsi que les deux usines allemandes d'assemblage de blocs de modules-avant et le centre de R&D qui y est associé. Le site chinois ne fait quant à lui plus partie de l'accord. A noter que les sites destinés à être cédés pour des questions d'ordre concurrentiel ne seront pas comptabilisés dans les rapports de Plastic Omnium et n'ont pas été pris en compte dans notre raisonnement précédemment.

Cette décision des autorités de la concurrence va également ralentir le processus d'intégration, monopolisant une partie des effectifs du siège du groupe à chercher des repreneurs à la hâte, plaçant de surcroît ce dernier dans une position de faiblesse dans les négociations de cession du fait des délais imposés par la Commission Européenne. **L'environnement devrait donc rester concurrentiel en Europe sur le marché des pare-chocs automobiles avec l'éclatement des anciennes activités de Faurecia.**

Fig. 10: Une acquisition amputée par la Commission Européenne

Deal initial – 22 sites, 7 700 employés pour €2Md de CA

Deal final – 14 sites, 5 500 employés pour €1,2Md de CA



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

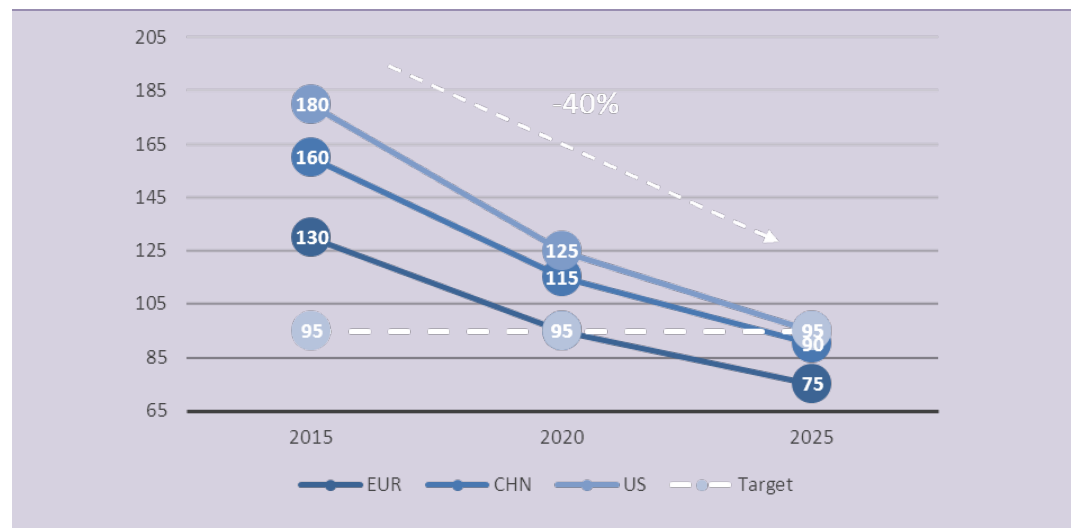
6. ...pour se renforcer sur un marché du plastique automobile en pleine transformation

6.1. Vers encore plus de plastique dans le véhicule

Depuis le début des années 2000, une double pression s'est abattue sur les constructeurs automobiles, d'une part provenant des **consommateurs réclamant des véhicules consommant moins de carburant** suite à la flambée du prix du pétrole (*jusqu'à \$150/baril*) et d'autre part issue des **autorités réglementaires instaurant des normes d'émissions de CO₂ et de rejets de particules de NOx toujours plus strictes**.

La nécessité de réduire consommation de carburant et émissions de **CO₂/ NOx** est devenue prioritaire pour les constructeurs lorsque **l'Union Européenne, le Japon et les Etats-Unis** ont progressivement imposé des standards contraignants concernant les émissions de 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 moyen pour chaque constructeur, avec un système de pénalité de **€95 par gramme pour chaque voiture** émettant plus que le seuil fixé en cas de dépassement de la moyenne pour le groupe. Ce même type de contraintes réglementaires existe également dans d'autres pays matures tels que les **Etats-Unis ou le Japon**. La Chine également s'est récemment lancée dans la chasse aux émissions obligeant les constructeurs à modifier la façon de concevoir les véhicules.

Fig. 11: Des objectifs de réduction d'émissions de CO₂ contraignants (CO₂ g/km)



Source: Faurecia; Bryan, Garnier & Co ests.

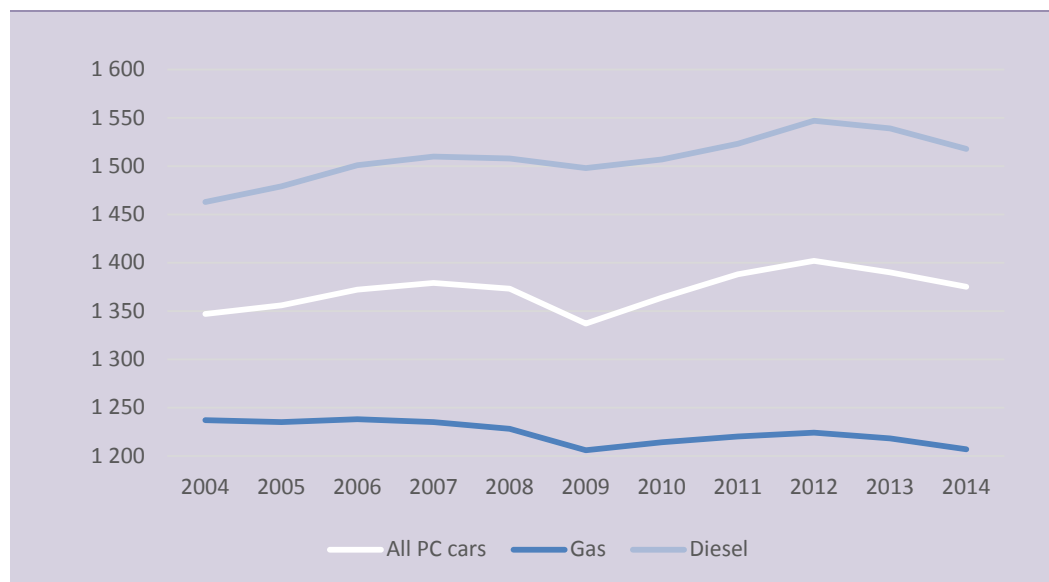
Le plastique est 30% plus léger que d'autres matériaux comme l'acier, qui reste le plus utilisé dans la production de voitures

Les constructeurs ont alors **5 axes** pour répondre à ses pressions commerciales et réglementaires : **1/l'allègement du véhicule** ; **2/l'aérodynamisme** ; **3/les technologies de réduction d'émissions** liées au moteur et au système d'échappement ; **4/le downsizing moteur** et enfin ; **5/l'hybridation du véhicule**. Or le plastique apparaît comme l'une des solutions les plus simples et rapides à mettre en œuvre dans un objectif d'allègement du véhicule, le plastique étant **30%** plus léger que d'autres matériaux comme l'acier qui reste le plus utilisé dans la production de voitures. Outre le gain de poids, le plastique est également plus malléable et apporte une plus grande liberté de design aux constructeurs.

Au niveau mondial le poids moyen d'un véhicule n'a cessé de s'alourdir sous les contraintes de sécurité et d'acoustique pour atteindre **1,4 tonne en 2010**, un poids record qui devrait désormais partir à la baisse dans un marché de la carrosserie automobile qui tend notamment à utiliser plus de plastique. Alors que le plastique représentait à peine **6%** du poids d'un véhicule produit en **1970**, cette part atteignait **16%** en 2010 et devrait aller jusqu'à **18% en 2020**, ce qui devrait permettre de réduire le poids moyen du véhicule à **1,1 tonne**. Rappelons qu'**alléger un véhicule de 100kg permet une économie de carburant de 0,35l/100km soit une réduction d'émissions de 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 système de réduction d'émission de particules (*piège à NOx ou système SCR*).

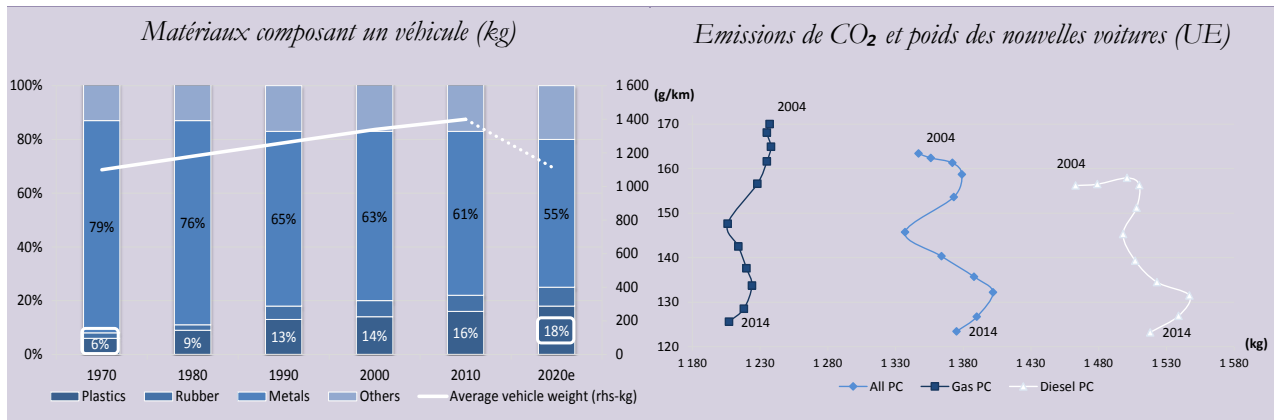
Fig. 12: Des véhicules européens légèrement plus lourds en 2014 qu'en 2004 (kg)



Source: European environmental agency; Bryan, Garnier & Co ests.

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

Fig. 13: Le levier de réduction des émissions réside désormais dans l'allègement du véhicule

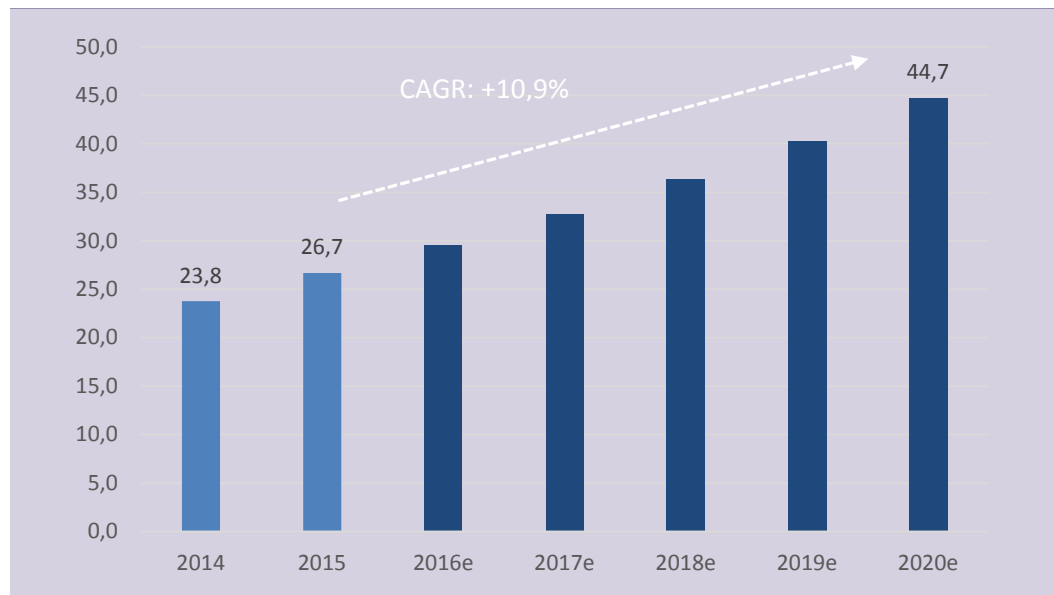


Source: AT Kearney; European Environmental Agency; Bryan, Garnier & Co ests.

Bien que le développement du taux d'utilisation du plastique dans l'automobile soit freiné par 1/la volatilité de son prix (étroitement lié au cours du pétrole), 2/ses pénuries régulières d'approvisionnement (nombre très limité de fournisseurs au niveau mondial), 3/ses difficultés de recyclage et 4/par la compétitivité prix de l'acier (>€1/kg), le marché du plastique automobile est attendu en croissance de l'ordre de près de 11% TCAM sur la période 2015-2020e, au profit d'acteurs comme Plastic Omnium et Faurecia.

Le marché devrait ainsi représenter près de €45Md au niveau mondial, supporté par l'utilisation croissante du plastique dans les véhicules (réduction des émissions, de consommation, liberté de design, esthétique accrue, réduction du bruit et des vibrations). De plus, les barrières actuelles à l'essor du plastique font l'objet de nombreux travaux de la part de l'industrie chimique qui élabore de nouveaux types de plastique moins cher, requérant moins de pétrole et plus écologique. Sur le plan géographique, le plus grand potentiel de croissance réside aux Etats-Unis et surtout au Japon où les constructeurs ont le moins recours au plastique dans la conception de leurs nouveaux véhicules. Les européens figurent eux parmi les plus avancés en la matière.

Fig. 14: Marché mondial du plastique automobile (€Md)



Source: Marketsandmarkets; Bryan, Garnier & Co ests.

6.2. Le composite, la technologie de demain

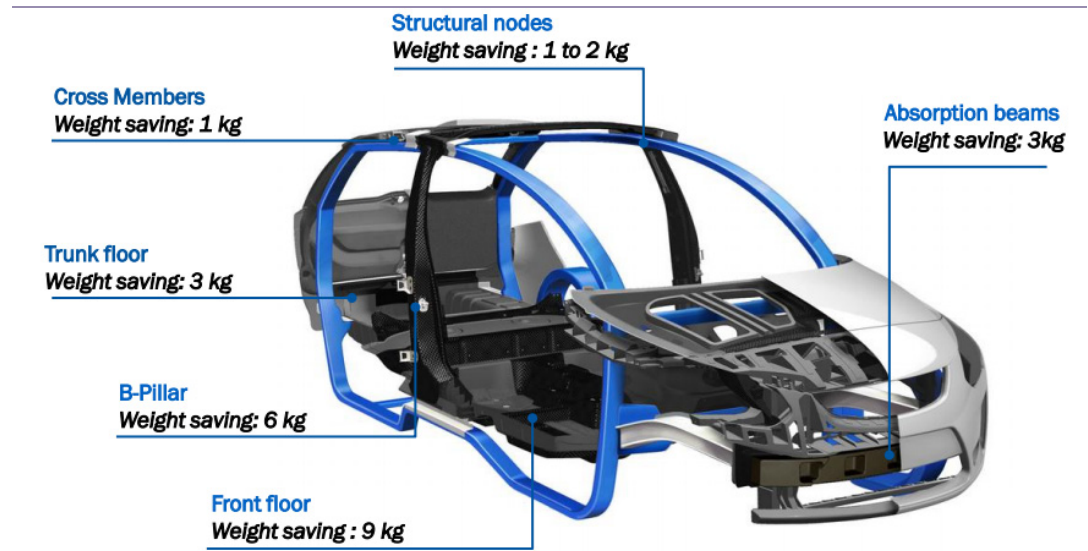
6.2.1. Un marché encore de niche...

Les matériaux composites sont l'alliance entre une matrice polymère et un autre matériau, sous la forme d'une fibre tissée

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

L'avantage d'allier deux matériaux est la capacité à modifier les caractéristiques de l'alliance, rendant alors le matériau composite **plus léger (50% plus léger que l'acier), plus malléable** et également capable d'intégrer **davantage de fonctions par pièce**. Cet alliage ultraléger est resté pourtant historiquement réservé aux monoplaces de formule 1, modèles de luxe à l'instar de **l'Aventador de Lamborghini** dont la structure est entièrement réalisée en fibre de carbone, et plus récemment certains modèles électriques comme **l'i3 produit par BMW**, essentiellement dû à leur **prix élevé**. Actuellement, les véhicules de masse ne bénéficient principalement de ces applications que sur les hayons, sièges et pare-chocs.

Fig. 15: Principales offres/développements de Plastic Omnium en plastiques/composites



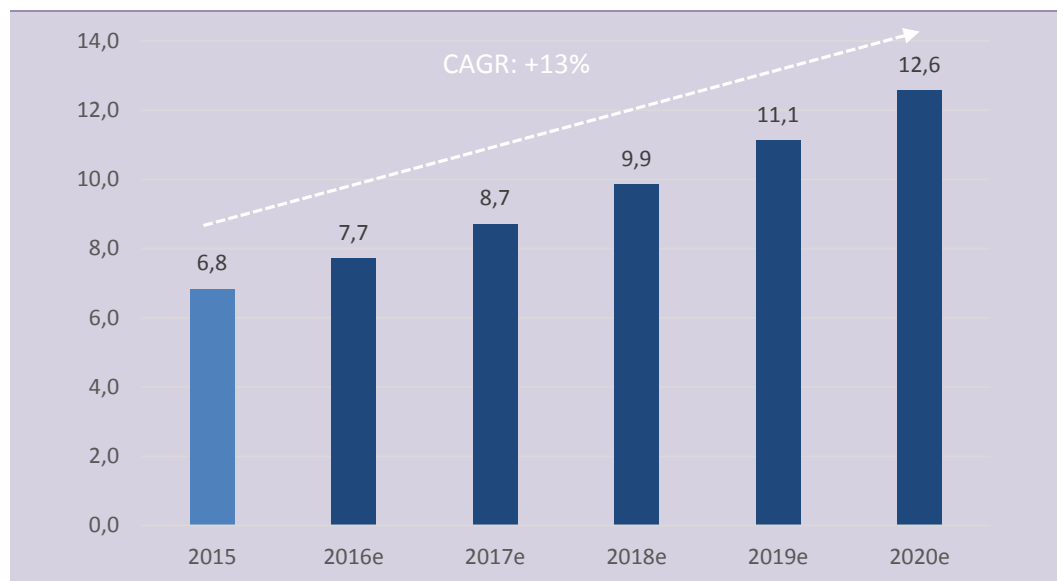
Source: Plastic Omnium; Bryan, Garnier & Co ests.

Même s’il n’y aura jamais de voitures **100% en carbone**, hormis certains modèles de luxe ou de sport, le mélange entre métal et fibre de carbone devrait être de plus en plus courant sur les modèles de masse passant par une étape intermédiaire : l’utilisation de composites pour les pièces de structure aux contraintes mécaniques plus fortes. D’un point de vue plus global, les **composites représentent aujourd’hui un grand défi dans leur intégration à la production industrielle à grande échelle**. L’ensemble de la conception et de l’industrialisation du véhicule est à revoir étant donné une conception qui doit être entièrement repensée, **un temps d’assemblage plus long** et des lignes de production qui ne sont plus adaptées à cette technologie. La conception devra prendre en considération la **difficulté de remplacer une pièce en métal par son identique en composite**, permettant d’intégrer plus de fonctions par pièce. En conséquence le nombre d’opérations réalisées sur chaque véhicule diminue comme la taille de la ligne d’assemblage et nécessite une refonte des processus industriels. Enfin, alors qu’en moyenne une opération sur une ligne d’assemblage ne doit pas durer plus d’une minute, la pose de pièces composites comme la fibre de verre associée à la résine thermodurcissable requiert usuellement **30 minutes, un temps ramené à 2/3 minutes** grâce à de nouveaux procédés ainsi qu’aux thermoplastiques (*toujours deux à trois fois plus longs que la moyenne*).

Malgré ces barrières industrielles, bon nombre de constructeurs devraient plus recourir aux matériaux composites lors de la conception de leurs véhicules avec la baisse des prix de ces alliages. Rappelons que ces **matériaux sont encore plus légers que le plastique et l’aluminium**, répondant donc aux attentes de l’industrie automobile en termes de réduction des émissions et d’allègement du véhicule. Ce marché des composites automobile est ainsi attendu en croissance de près **13% CAGR sur la période 2015-2020e** pour atteindre **€12,6Md**.

Dans le détail, les **modules intérieurs** devraient rester le segment le plus contributeur avec les volants, tableaux de bords, commandes d’ouvertures et revêtements de sièges. Sur le plan technologique, la **fibre de carbone** restera le segment bénéficiant de la plus forte croissance, en ligne avec la tendance du tout technologique dans le véhicule.

Fig. 16: Marché mondial du composite automobile (€Md)



Source: Marketsandmarkets; Bryan, Garnier & Co ests.

6.2.2. ...Sur lequel le groupe veut devenir un expert

Le groupe Plastic Omnium développe progressivement ses compétences dans les matières composites à travers son centre de recherche de **Sigmatech** situé en France, centre dont les recherches sont dédiées principalement depuis plusieurs années à la fibre de carbone. Après avoir notamment équipé en 2013 la **Peugeot 308** de **hayon thermoplastique mixte** (offrant un gain de 3kg par rapport à un hayon en acier comparable pesant 15kg), le groupe dispose désormais d'une position de leader sur ce segment, avec plus de **65%** de part de marché (1m de véhicule équipé de hayon composite Plastic Omnium en 2015) grâce à ses deux technologies :

Sur le segment des hayons en composite, Plastic Omnium est leader sur ce avec plus de 65% de part de marché

- **L' « Higate Hybrid »**, qui associe un caisson intérieur en composite thermodurcissable à des panneaux extérieurs en thermoplastique peints ton caisse, et collés. Cette technologie est adaptée à des véhicules de type SUV ou grands breaks avec des hayons de grandes dimensions. Cette solution permet un allègement du volet arrière de **7kg** tout en permettant une réduction des coûts d'investissements de **50%** par rapport à l'emboutissage acier.
- **L' « Higate Thermoplastic »**, qui permet de réaliser le caisson en injection de composite thermoplastique associé à des renforts aciers surmoulés. Les panneaux extérieurs sont également injectés, peints et collés au caisson. Cette technologie répond parfaitement aux besoins de véhicules de type berline ou break avec des cadences de production élevées. Elle offre une grande liberté de design, couplée à une économie de poids de près de **4 kg** tout en augmentant la cadence du cycle de production de **50 %** en comparaison d'un composite thermodurcissable.

Ces deux solutions sont actuellement commercialisées auprès de **PSA, Volvo et Jaguar Land Rover**, et devraient être complétées par deux nouvelles versions: l'« **Higate Premium** », qui est un concept pour les futurs véhicules de type SUV de segments supérieurs (avec de la fibre de carbone) et l'« **Higate Entry** » qui sera dédiée aux véhicules de segment A&B.

Dans un marché automobile (*production*) qui devrait représenter d'ici 2018 environ **94m** de véhicules, et dont le marché des hayons en plastique devrait représenter **5,8m** de véhicules, nous estimons que le groupe pourra doubler ses volumes de hayons en composite, à environ **2m** d'unités par rapport à 2015, ce qui impliquera une perte de part de marché naturelle due notamment à l'ouverture du marché à la concurrence (*vers 40% de pdm pour le groupe en 2018e contre 65% en 2013 et 60% en 2014*).

Fig. 17: Hypothèses contribution segment hayon composite chez Plastic Omnium

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Worldwide automotive production (m) - BG	84,7	87,4	88,6	90,7	92,3	93,6	95,0	96,4
Non Hatchback	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Hatchback	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Implied Hatchback volumes (m)	51	52	53	54	55	56	57	58
Steel	97%	97%	96%	94%	93%	92%	91%	90%
Plastic	3%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%
Implied addressable market for composite tailgate systems	1,5	1,6	2,1	3,3	3,9	4,5	5,1	5,8
Market share % POM	65,0%	63,0%	59,0%	54,0%	49,0%	44,0%	40,0%	40,0%
Implied volumes for POM	1,0	1,0	1,3	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3

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

Le groupe se développe également sur les produits **100% composites**. Au niveau commercial le carnet de commandes s'étoffe petit à petit mais reste cantonné à un stade d'activité naissante avec le lancement de la **production de la première pièce en fibre de carbone recyclée** en **2015** pour la marque premium **BMW** (*grâce à un nouveau procédé de production appelé Advanced SMC ou pultrusion et surmoulage thermoplastique*). L'année **2017** verra également la livraison d'une pièce de structure en composite carbone pour une marque dont le nom n'a pas été communiqué, ainsi que la fabrication d'une poutre de pare-chocs en fibre de verre et de carbone de Plastic Omnium pour un modèle **Hyundai**.

Ainsi, bien que **l'expertise du groupe sur le segment des « composites » reste naissante**, il est intéressant de souligner que la gamme de produits se focalise déjà sur des **pièces de structure** et que le centre de **R&D de Simatech** travaille sur le développement de plancher de véhicule. Il s'agit d'autant de pièces très peu proposées par les autres équipementiers dont l'offre est davantage tournée vers les modules extérieurs tels que les pare-chocs ou les hayons.

7. Un portefeuille produits axé sur d'autres tendances long-terme

7.1. Les émissions polluantes, un marché de croissance pour Plastic Omnium, grâce au SCR

7.1.1. Des pressions réglementaires accrues

A l'image du cas européen où les normes sur les émissions polluantes n'ont cessé de se durcir depuis la toute première norme entrée en vigueur en 1993, les corps réglementaires du monde entier, que ce soit dans les pays matures ou émergents, focalisent de plus en plus leur attention sur les émissions de CO₂ et de particules NO_x des véhicules en vente. Alors que l'Europe s'engage depuis peu dans les normes **Euro 6** qui sont amenées à se renforcer avec une norme **Euro 6 d** dont les bases sont encore à l'étude, les **Etats-Unis** ne sont pas en reste avec l'application des **Tier 3 Standards** dès 2017.

Fig. 18: Emissions des normes européennes pour les moteurs diesel et essence sur les polluants

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

Source: ACEA; Bryan, Garnier & Co ests.

7.1.2. La prépondérance des systèmes SCR dans la chasse aux émissions polluantes

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

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

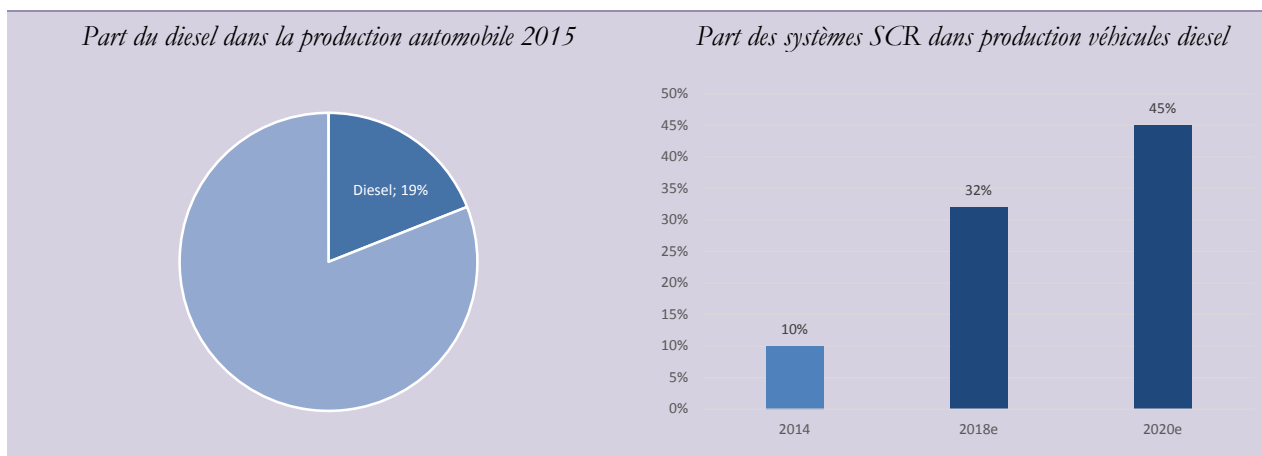
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

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

Face au resserrement rapide de la réglementation sur les rejets de particules polluantes, les constructeurs se montrent désormais plus enclins à équiper leurs nouveaux modèles de systèmes SCR

Face au resserrement rapide de la réglementation sur les rejets de particules polluantes, les constructeurs se montrent désormais plus enclins à équiper leurs nouveaux modèles de systèmes SCR, certes plus onéreux, mais permettant de réduire drastiquement les rejets de NOx. De plus, cette **tendance de fond s'accompagne d'un effet de rattrapage** de la part de constructeurs européens historiquement positionnés sur les systèmes NOx-trap à l'instar de Renault, qui à la suite du scandale du diesel de Volkswagen devraient prendre le virage du SCR. Le groupe **Volkswagen**, dont la production est encore très diésélisée et est en partie équipée de systèmes NOx-trap prévoit également d'abandonner progressivement cette technologie obsolète au profit du SCR, afin de réduire ses émissions et redorer son image. Ainsi d'un marché mondial **de 3-4 millions d'unités de systèmes SCR**, Plastic Omnium, qui est un des acteurs de cet écosystème des technologies de dépollution, estime que ce chiffre peut atteindre les **10 millions d'ici 2020/21**. Un chiffre **tant porté par une tendance réglementaire que par un effet rattrapage venant de « Volkswagen » et d'autres constructeurs**.

Fig. 19: Vers plus de systèmes SCR dans les véhicules diesel



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

7.1.3. Plastic Omnium, bien positionné sur ce marché

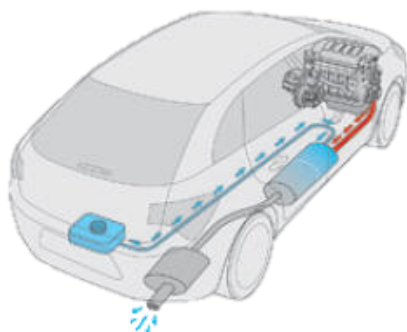
Dans ce marché des SCR, Plastic Omnium propose via sa filiale **Inergy des réservoirs d'urée** accompagnés de la pompe alimentant en urée l'injecteur permettant de réduire les particules de NOx. Inergy développe en effet depuis 2006 des **solutions de stockage et distribution de liquide AdBlue** pour voitures particulières et véhicules légers utilitaires. Le groupe en est désormais à **sa deuxième génération de réservoir** avec le **DINOx Premium**, un système à carburant prévu pour être incorporé directement dans une architecture SCR capable d'éliminer **95%** des émissions NOx et jusqu'à **8%** des émissions CO₂. Un niveau d'élimination des rejets de particules particulièrement élevé combiné à un champ de fonctionnement très large, allant de **-40°C à 80°C**. Résultat d'une offre en phase avec les besoins du marché (*moins de rejets de particules polluantes*), Plastic Omnium a produit

600 000 réservoirs SCR de la gamme DINOx en 2015 (à travers les deux générations de systèmes), se targuant ainsi de détenir une **part de marché mondiale de 15%**, pour un CA d'environ **€130m**.

Fig. 20: Systèmes SCR (Selective Catalytic Reduction) et réservoir Dinox

Fonctionnement du système SCR avec liquide AdBlue

Réservoir Dinox Premium proposé par Plastic Omnium



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

Dans un marché des réservoirs SCR dont les volumes sont attendus en forte hausse d'ici 2020, le groupe ambitionne de **doubler ses parts de marché** (à 30% au niveau mondial) pour un chiffre d'affaires dans le contrôle des émissions passant de **€130m** à **>€540m** selon nos estimations. Cet objectif, basé sur un gain de part de marché dans un marché en croissance, sera clairement challengé par les deux autres acteurs majeurs du secteur : le français **MGI Coutier** (12% de PDM, principalement avec le groupe PSA) et l'allemand **Bosch**. A ce jour, Plastic Omnium détient déjà un portefeuille clients de **13 marques automobiles** sur ce segment des réservoirs liés à la réduction des émissions polluantes parmi lesquels **Audi, FCA, General Motors, Nissan** ou encore **Toyota**, lui laissant une marge de manœuvre quant à l'acquisition de nouveaux comptes.

Cette ambition de développement commercial devrait être également portée par le produit **DINOx Compact**, actuellement en développement. Il s'agit d'un système qui intègre la carte de contrôle électronique et tous les capteurs dans un même module, accordant ainsi aux constructeurs un gain de temps en évitant l'étape d'assemblage de ce module et surtout une performance accrue en termes de dosage du liquide AdBlue. Notons entre autres que ces réservoirs sont produits en plastique par des procédés industriels innovants, nommés **l'extrusion-soufflage**, capables de mouler et de souffler des pièces de forme très complexe en peu d'étapes et donc en peu de temps (assurant un gain de poids de 20% à 30% contre le métal).

La récente ouverture d'un **nouveau centre de R&D** à Compiègne fin 2014 (centre de recherche *Alphatech*) spécialement dédié à l'activité des systèmes à carburant (*Inergy*) confirme la forte nécessité d'investir et de développer de nouveaux produits innovants sur ce segment, tout comme pour le segment des pare-chocs et modules en plastique (centre R&D *Sigmatech*). Plastic Omnium qui détient actuellement une **part de marché d'environ 15% sur le marché SCR** (marché des réservoirs à urée pour systèmes SCR) ambitionne ainsi, notamment grâce aux innovations sur son produit **DINOx**, de la doubler à **30% d'ici 2018** sur un marché SCR qui représentera non plus **10% du marché première monte des nouveaux diesel, mais plus de 30%**.

D'ici 2018, Plastic Omnium ambitionne de doubler sa part de marché 2014 de 15% sur le marché SCR.

Nous estimons ainsi que le CA du groupe généré par le segment SCR pourrait atteindre plus de **€500m** d'ici 2020, contre **€130m** en 2015, représentant ainsi **16,6%** du CA du segment Inergy et **6,7%** du CA consolidé du groupe, contre respectivement **5,4%** et **2,6%** en 2015.

Fig. 21: Hypothèses contribution segment SCR chez Plastic Omnium

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Worldwide automotive production (m) - BG	84,7	87,4	88,6	90,7	92,3	93,9	95,5	97,2
Share of Diesel (%)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Implied Diesel vehicle production (m)	16,1	16,6	16,8	17,2	17,5	17,8	18,1	18,5
<i>Share of SCR within Diesel production</i>	<i>8,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>24,7%</i>	<i>32%</i>	<i>39%</i>	<i>45%</i>
Implied addressable market for SCR plastic tank systems	1,3	1,7	2,6	3,6	4,3	5,7	7	8,3
Market share % POM	12%	15%	15%	20%	25%	30%	30%	30%
Implied volume sold by Plastic Omnium (m)	0,15	0,2	0,6	0,7	1,1	1,7	2,1	2,5
ARPU SCR tank system (€)	220	220	220	220	220	220	220	220
Sales Inergy SCR (€m)	33	55	130	159	238	377	461	548
% of Inergy sales	1,9%	2,9%	5,4%	6,3%	8,8%	13,1%	14,9%	16,6%
% of POM consolidated sales	0,8%	1,2%	2,6%	2,7%	3,5%	5,2%	5,9%	6,7%

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

Dans notre modèle Plastic Omnium, cela implique que le segment SCR représentera plus de **12%** de la croissance du CA (*CA consolidé*) entre **2015 et 2020** et plus de **25%** de la croissance organique du groupe (*or acquisition Faurecia*). **Ce marché est donc clairement un marché de croissance important pour Plastic Omnium.**

7.1.4. Le couple système SCR-liquide AdBlue est-il déjà obsolète ?

Même si Plastic Omnium semble se concentrer sur des équipements associés aux systèmes SCR à liquide AdBlue, le groupe ainsi que d'autres acteurs à l'instar de Faurecia (*équipementier fournissant le système SCR*) développent déjà d'autres technologies alternatives. Les deux équipementiers ont récemment annoncé être en train de travailler sur des nouvelles technologies SCR plus efficace, et moins contraignante pour les utilisateurs. Annoncé au salon automobile de Francfort de 2011, le **système ASDS** (*Ammonia Storage Delivery System*) de Faurecia semble le plus prometteur au vu de son stade de développement avancé et du résultat de ses phases de test présentés fin 2015. Parmi les tests réalisés sur les bus de ville de plusieurs métropoles, ceux de Londres présentent une conversion de **85%** des émissions de particules de NOx en eau, sur une période d'essai de 10 mois (*contre 30% pour les systèmes SCR classiques*). L'**ASDS** est un système de réduction catalytique sélective, qui diffuse des quantités très précises d'ammoniac, stockées sous forme solide dans des cartouches remplies de sel, dans le catalyseur de la ligne d'échappement. Ce procédé permet de supprimer efficacement par réaction chimique les oxydes d'azote des gaz d'échappement des moteurs diesel en transformant les oxydes d'azote en azote et en eau. Faurecia opte pour des cartouches de forte contenance à remplacer par le garagiste lors des visites de maintenance du véhicule.

Le développement du système ASDS par Faurecia pourrait potentiellement nuire au développement de Plastic Omnium sur le marché SCR solide, les deux acteurs proposant des systèmes très similaires.

Cette technologie, pour l'instant **destinée aux véhicules commerciaux et bus**, représente néanmoins une menace certaine pour Plastic Omnium dans la mesure où son succès sur les poids lourds pourrait potentiellement être transposé sur les véhicules particuliers.

Fig. 22: Caractéristiques techniques du liquid AdBlue vs. cartouches AdAmmine

	Liquid SCR - AdBlue	Faurecia ASDS - AdAmmine
Distribution time at engine start	10 mn	2 mn
Distribution time at cool start (>-11°C)	15 mn	3 mn
Weight (full tank/cartridge)	40 kg	27 kg
Grams of ammonia per litre	185 g/l	450 g/l

Source: Amminex; Bryan, Garnier & Co ests.

De son côté, Plastic Omnium développe actuellement aussi un système de **SCR solide** (*DINOX Solide*) presque similaire à celui développé par Faurecia, excepté que c'est l'utilisateur qui remplace lui-même ses cartouches (*comme pour l'urée*) et excepté que Plastic Omnium utilise du **chlorure de calcium** pour les cartouches contre du **chlorure de strontium** chez Faurecia. Ce prototype nous semble cependant moins avancé que celui de Faurecia.

Ainsi, même si le produit développé par le partenariat **Faurecia-Amminex** est encore en phase de test et l'est uniquement sur le segment des bus et véhicules commerciaux, nous estimons que son développement et sa **potentielle pénétration du marché des véhicules légers pourrait représenter un risque pour Plastic Omnium**.

7.2. Le véhicule hybride, sinon rien

Sur des tendances encore plus long-terme, **Plastic Omnium a axé une partie de son offre sur le segment des véhicules hybrides et hybrides rechargeables**. Dans cette catégorie, la question de l'allègement est encore plus prédominante car il est indispensable de compenser le poids plus lourd de la batterie (20% du poids total de la voiture contre 12% pour les véhicules thermiques). Face à cette problématique, Plastic Omnium a développé de fortes compétences dans **l'extrusion-soufflage de réservoirs plastiques**, un procédé permettant de produire des réservoirs dotés de formes très complexes afin d'optimiser l'espace disponible dans le véhicule et autorisant l'intégration de nombreuses fonctions et composants, soit un système à carburant répondant parfaitement aux besoins actuels des constructeurs de véhicules hybrides. En plus de leur gain de poids (20 à 30% de gain comparé à un réservoir équivalent en métal), ces réservoirs se révèlent être anticorrosifs et compatibles avec tout type de carburant comme les biodiesels et bioéthanol. En complémentarité du réservoir, le groupe propose également un dispositif **INBAFFLE** : une gamme de cloisons antibruit qui atténuent les bruits de « clapot » dus aux déplacements du carburant dans le réservoir lorsque le véhicule s'arrête et que ces bruits ne sont plus masqués par le bruit de fond du moteur.

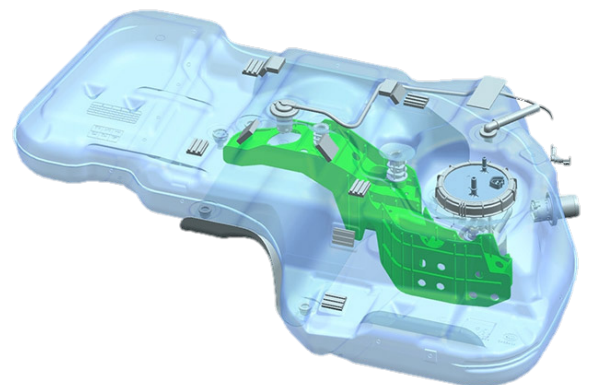
Le segment des véhicules hybrides rechargeables est adressé par le groupe que depuis peu, via un **réservoir à carburant plastique spécifique**, son lancement a été annoncé en **juin 2016** avec un premier contrat avec **Hyundai** pour équiper ses véhicules rechargeables. A noter que **7 autres contrats** ont été signés pour équiper de réservoirs **7 futurs modèles pour 3 constructeurs d'ici 2018**, un panel de contrats assurant déjà une partie de l'activité pour les prochaines années et démontrant la pertinence de ce produit. Ce réservoir en plastique renforcé permet de stocker les vapeurs d'hydrocarbures sans déformation du système et jusqu'à la remise en route du moteur à combustion interne qui permet alors la purge des vapeurs. Le stockage de ces vapeurs d'hydrocarbures a pendant longtemps été un des principaux problèmes des motorisations hybrides au vue du risque d'explosion qu'il générait.

Fig. 23: Exemples de produits Plastic Omnium dédiés aux véhicules hybrides

Système à carburant pour véhicules hybrides



INBAFFLE (ici en vert) intégré dans un réservoir



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

Le marché de **l'électrique avec batterie n'est pas un marché prioritaire** pour le groupe (*même si le groupe propose des pièces de modules extérieurs pour véhicules électriques*) essentiellement à cause de l'absence de moteur thermique et donc de réservoir dans ce type de véhicule. **Le groupe est donc présent sur ce marché principalement à travers son segment Plastic Omnium Extérieur et non à travers son segment Plastic Omnium Inergy.** Cependant, dans une récente interview à BFM Business (27 Juillet 2016), **Laurent Burelle**, le PDG de Plastic Omnium a indiqué que le groupe s'intéressait de près aux **véhicules électriques à hydrogène**, du fait de la nécessité pour le constructeur d'avoir un réservoir à hydrogène qui **1/doit résister aux flammes, et 2/qui soit capable d'embarquer un liquide sous haute pression (700 bars).** Sans donner plus de détails, il a également indiqué que le groupe venait de signer un partenariat (JV) avec **une start-up en Israël** afin de travailler justement sur le développement d'un réservoir à hydrogène. Actuellement, seuls deux constructeurs automobiles proposent des voitures à hydrogène: **Hyundai** avec son SUV **ix35 (2015)** et **Toyota** avec la berline **Mirai (2016)** ; et peinent à prendre des parts de marché dans le marché du véhicule électrique, notamment du fait du prix de vente trop élevé, mais également du fait du faible réseau de station à hydrogène en France et en Europe.

Plastic Omnium devrait bénéficier de l'émergence des véhicules hybrides, et des véhicules électriques à hydrogène dans les années à venir.

Comme énoncé dans notre note sectorielle, nous anticipons une forte croissance des immatriculations de véhicules hybrides et hybrides rechargeables (*prise de conscience environnementale, incitations fiscales des gouvernements, autonomie accrue*) tandis que l'électrique pure devrait se cantonner à un segment de niche.

De ce fait, la **focalisation de Plastic Omnium sur des segments ayant atteint des masses plus critiques nous semble cohérent**, en particulier lorsque l'on observe une absence de consensus autour de la technologie à adopter dans les batteries pour véhicules électriques. **Etre présent sur le véhicule hybride et le véhicule électrique à hydrogène nous paraît très pertinent.**

7.3. Et le véhicule autonome ?

En dépit d'une stratégie claire et cohérente sur la tendance de réduction des émissions et l'allègement du véhicule qui en découle, le **thème du véhicule connecté et autonome reste extrêmement flou** au sein du groupe Plastic Omnium. A ce stade nous estimons que le thème de la voiture autonome n'entraînera **pas de changement majeur de stratégie** de la part du management.

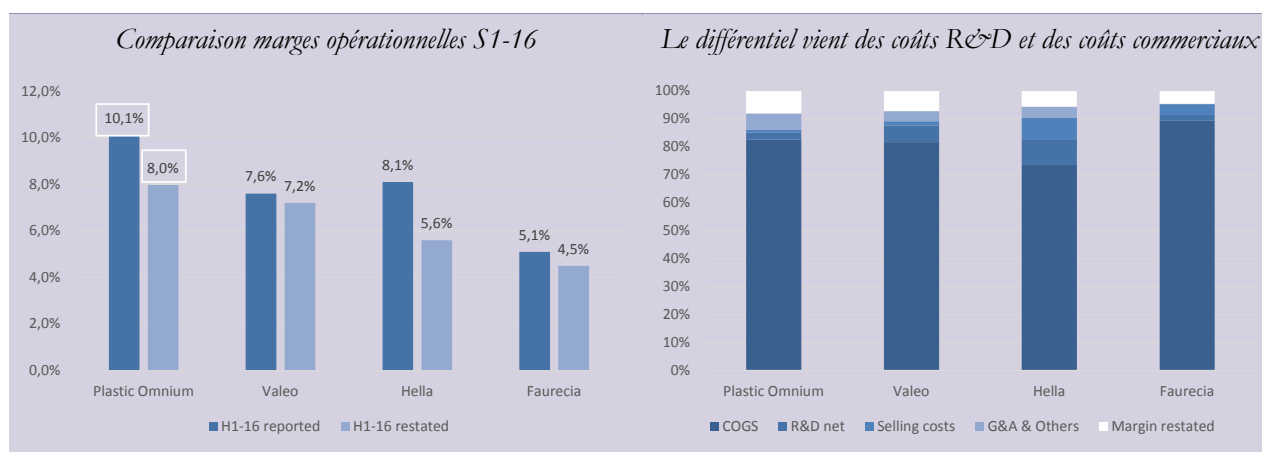
Dans ce cadre, aucune acquisition ou partenariat stratégique ne devrait être signé afin d'acquérir des compétences ou de joindre des efforts de R&D sur le sujet, au contraire de Valeo par exemple qui multiplie les acquisitions et alliances technologiques. Ainsi, **l'innovation devrait être supportée uniquement en interne et concerner les modules intérieurs du cockpit et autres petits modules extérieurs.** Une mise à jour du portefeuille qui resterait somme toute très limitée par rapport à la taille du groupe étant donné l'actuelle faible exposition de Plastic Omnium aux cockpits intérieurs et petits modules d'extérieur. De surcroît, l'arrivée de Plastic Omnium sur ce marché de la connectivité et autonomisation de l'habitacle, surnommé « cockpit du futur », sera freiné par **Faurecia qui y est lui déjà bien positionné** avec de fortes compétences en la matière et des efforts de R&D conséquents.

8. Vers une marge pérenne à 10% ?

8.1. Une marge au-dessus de la moyenne du secteur au S1-16...

Le 27 Juillet dernier, le groupe a publié un record historique en termes de marge opérationnelle, à **10,1%**, contre **9,4%** en 2015 et **8,9%** en 2014 alors que sur la même période **Faurecia**, **Hella** et **Valeo** ont respectivement publié des marges à **5,1%**, **8,1%** et **7,6%**. Même retraitées afin de les rendre comparables (*en intégrant les charges de restructurations et en excluant la contribution des JVs et associés*) l'écart entre les marges du groupe et des trois autres équipementiers automobiles reste supérieur de plus **200pb**.

Fig. 24: Différentiel de marge entre Plastic Omnium et d'autres équipementiers



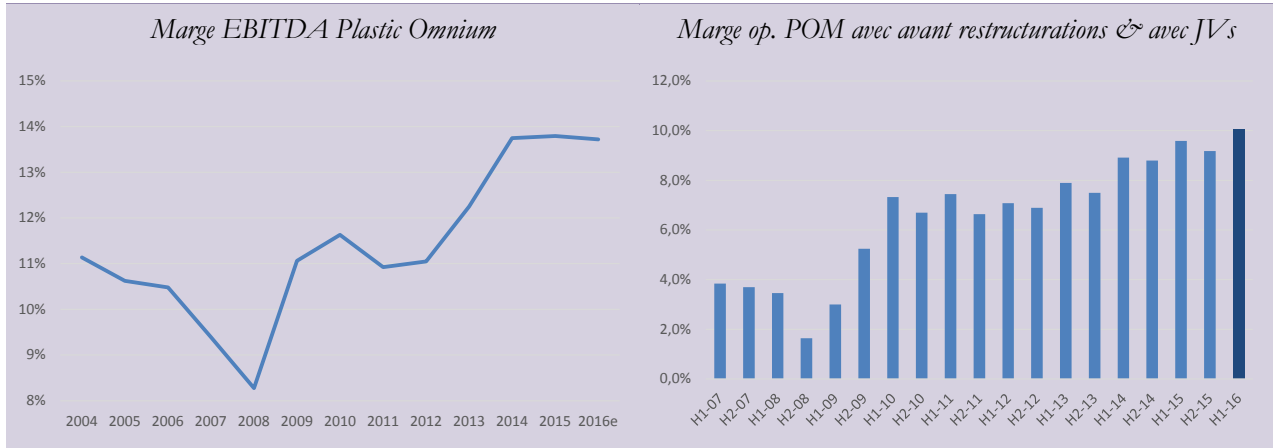
Source: Company data; Bryan, Garnier & Co ests.

Atteindre une marge opérationnelle de **10%** d'une façon pérenne reste un objectif ambitieux pour l'ensemble des équipementiers automobiles. Aujourd'hui dans l'univers automobile, les constructeurs génèrent des marges en moyenne de **6,9%** alors que les équipementiers génèrent des marges de **8,6%**, positionnant **Plastic Omnium** parmi les équipementiers les plus rentables du secteur.

8.2. ...qui devrait perdurer dans le temps malgré l'intégration de FAE

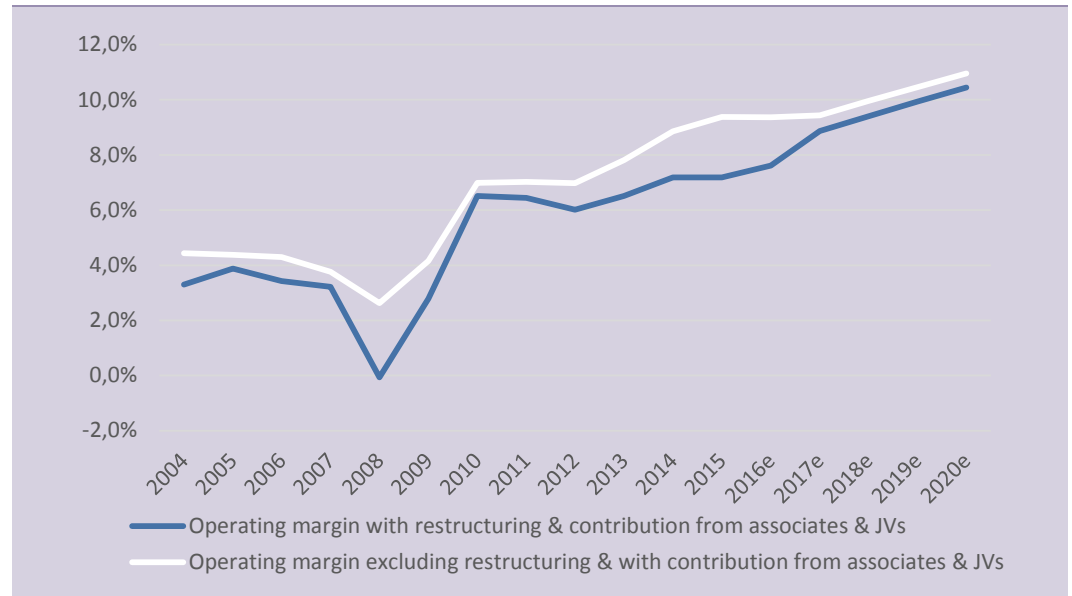
Comme indiqué précédemment, cette marge devrait être impactée négativement par l'intégration de FAE sur le court-terme mais devrait progressivement remonter vers les **10% d'ici 2018-19** grâce aux synergies et la mise en place d'optimisation des processus de production dans les sites rachetés à Faurecia, mais également grâce au déploiement de nouveaux produits innovants à plus forte valeur ajoutée. Bien évidemment l'évolution de la marge du groupe sera également impactée par les évolutions de la production automobile mondiale, le groupe ayant un levier opérationnel proche de **15%**, la marge opérationnelle augmentera plus vite dans un contexte de forte croissance de la production automobile mondiale.

Fig. 25: Une marge opérationnelle à son plus haut



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

Fig. 26: Qui devrait chuter à court terme mais remonter en 2019-20e



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

Dans notre modèle les deux marges se rapprochent à partir de 2017e car nous n'intégrons plus de coûts de restructurations. L'écart entre les deux courbes est ensuite principalement lié à la contribution des JVs et associés qui sont intégrées dans la définition de marge opérationnelle du groupe (*résultat net des entités intégré à l'EBIT*).

8.3. ... au profit de la génération de cash et du dividende

Cette bonne croissance du résultat opérationnel que nous estimons pour la période 2016-20 (*TCAM de + 13% sur la période au niveau de l'EBITDA et de 16% au niveau de l'EBIT*) devrait fortement contribuer à la génération de cash du groupe même si une augmentation des investissements est à attendre avec l'intégration de FAE.

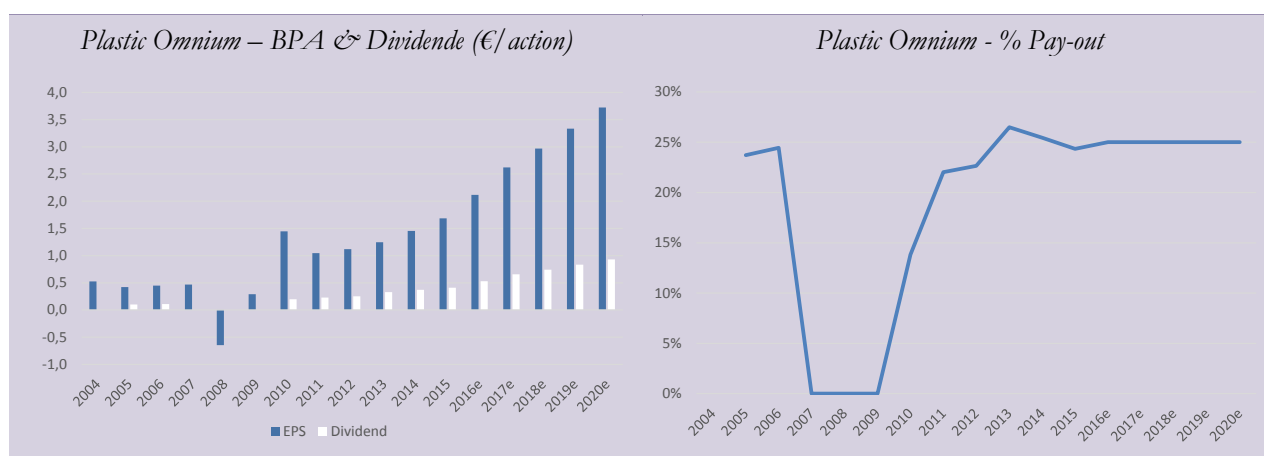
Fig. 27: Plastic Omnium – Tableau de financement - €m

Funding analysis	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA reported	223	272	378	461	531	531	610	691	774	982	1 057	1 151	1 251
EBITDA margin	2,6%	4,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,8%	8,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,6%	10,0%	10,4%
Operating cash-flow	100	265	332	382	429	404	409	525	558	742	796	870	950
Capex (before M&A & disposals)	(170)	(103)	(155)	(265)	(310)	(314)	(346)	(378)	(442)	(481)	(512)	(543)	(576)
(-) Capital expenditures	(95)	(68)	(95)	(170)	(214)	(236)	(254)	(269)	(320)	(344)	(365)	(388)	(411)
(-) Intangible assets - R&D capitalized	(75)	(34)	(59)	(95)	(96)	(78)	(93)	(109)	(122)	(138)	(146)	(155)	(164)
FCF before dividends & M&A	(70)	162	177	117	119	91	63	146	117	260	284	328	374
(-/+) Acquisition & proceeds from disposals	11	29	16	13	22	11	12	13	(632)	200	-	-	-
Dividends	(13)	(8)	(18)	(31)	(39)	(37)	(51)	(57)	(61)	(78)	(97)	(109)	(123)
Cash flow post dividends & M&A	(71)	184	176	99	103	64	24	102	(576)	382	187	218	251
Net financial debt reported	598	535	538	471	390	410	390	268	842	456	266	44	(211)
Net debt reported /EBITDA ratio	2,7x	2,0x	1,4x	1,0x	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x	1,1x	0,5x	0,3x	0,0x	-0,2x

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

Malgré l'acquisition des activités FAE faisant grimper le levier financier du groupe à **1,1x fin 2016e contre 0,4x fin 2015**, nous estimons que la flexibilité financière du groupe reste inchangée. L'accroissement du résultat net du groupe, combiné à un contrôle des investissements devrait permettre au groupe de réduire son endettement dès 2017-18. Cette croissance du BPA, combinée à un désendettement rapide, devrait permettre au groupe de continuer à distribuer un dividende attractif. Le groupe pourrait accroître son taux de distribution de **25% à 30%** en ligne avec d'autres équipementiers automobiles comme Valeo ou Hella.

Fig. 28: Un marge opérationnelle à son plus haut



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

9. Nos estimations

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

Dans notre modèle Plastic Omnium nous intégrons l'acquisition des activités **Faurecia Extérieures** (€1,2Md de CA et €50m d'EBIT) dès le **29 Juillet 2016** (date de closing), et intégrons les cessions des deux filiales de la division Environnement (€60m de CA cumulés pour *Emballagen GmbH* et *Signature Limited*), dès le **03 Aout 2016**.

Fig. 29: Plastic Omnium – Tableau de résultat - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	3 250	4 220	4 806	4 335	4 437	5 010	5 813	6 878	7 310
Change (%)		29,9%	13,9%	-9,8%	2,4%	12,9%	16,0%	18,3%	6,3%
Adjusted EBITDA	378	461	531	531	610	691	774	982	1 057
EBIT	227	296	335	339	393	470	533	631	702
Change (%)		30,5%	13,0%	1,0%	16,1%	19,6%	13,5%	18,3%	11,2%
Financial results	(27)	(42)	(59)	(64)	(56)	(53)	(47)	(45)	(43)
Pre-Tax profits	182	229	244	254	294	338	422	528	598
Exceptional	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax	(30)	(58)	(62)	(57)	(64)	(75)	(93)	(122)	(137)
Profits from associates	(2)	(1)	0	31	39	35	38	39	40
Minority interests	(11)	(7)	(8)	(4)	(5)	(4)	(5)	(6)	(7)
Net profit	140	165	173	193	225	259	324	401	454
Restated net profit	140	165	173	193	225	259	324	401	454
Change (%)		18,0%	5,3%	11,4%	16,4%	15,0%	25,2%	23,8%	13,2%

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

Fig. 30: Plastic Omnium – Tableau de flux - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	332	382	429	404	409	525	558	742	796
Change in working capital	10	53	62	28	(17)	34	3	2	(9)
Capex, net	(155)	(265)	(310)	(314)	(346)	(378)	(442)	(481)	(512)
Financial investments, net	16	13	22	11	12	13	(632)	200	0
Dividends	(18)	(31)	(39)	(37)	(51)	(57)	(61)	(78)	(97)
Other	(114)	(101)	57	150	24	14	3	3	3
Net debt	538	471	390	410	390	268	842	456	266
Free Cash flow	193	153	168	97	100	203	117	260	284

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

Fig. 31: Plastic Omnium – Bilan - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	673	771	897	891	1 008	1 149	1 940	1 812	1 906
Intangibles assets	285	331	320	330	352	381	423	481	543
Cash & equivalents	193	205	328	489	535	663	90	475	665
current assets	1 059	1 157	1 408	1 443	1 584	1 867	1 448	2 047	2 334
Other assets	432	453	335	366	419	356	1 604	934	792
Total assets	2 551	1 610	1 743	1 809	2 003	2 224	3 052	2 982	3 126
L & ST Debt	852	792	802	990	995	1 031	1 031	1 031	1 031
Others liabilities	1 093	1 276	1 532	1 376	1 521	1 772	1 932	2 153	2 242
Shareholders' funds	527	648	775	870	1 054	1 266	1 513	1 818	2 158
Total Liabilities	2 551	2 792	3 152	3 252	3 588	4 091	4 499	5 029	5 461
Capital employed	1 387	1 426	1 450	1 517	1 696	1 826	2 642	2 555	2 702

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

Fig. 32: Plastic Omnium – Ratios - %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	7,0%	7,0%	7,0%	7,8%	8,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,6%
Tax rate	16,3%	25,3%	25,6%	22,4%	21,8%	22,2%	22,0%	23,0%	23,0%
Net margin	4,3%	3,9%	3,6%	4,5%	5,1%	5,2%	5,6%	5,8%	6,2%
ROE (after tax)	26,5%	25,4%	22,4%	22,2%	21,3%	20,4%	21,4%	22,0%	21,0%
ROCE (after tax)	12,7%	14,2%	14,8%	17,3%	18,1%	20,0%	15,7%	19,0%	20,0%
Gearing	89%	65%	48%	46%	36%	21%	55%	25%	12%
Pay-out ratio	13,8%	22,0%	22,6%	26,5%	25,4%	24,3%	25,0%	25,0%	25,0%
Number of shares, diluted	16	48	48	147	148	148	147	147	147

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

Fig. 33: Plastic Omnium - Données par action - €

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	1,45	1,04	1,12	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
Restated EPS	1,45	1,04	1,12	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
% change		-27,9%	7,2%	11,4%	16,6%	15,8%	25,7%	23,8%	13,2%
EPS bef. GDW	1,45	1,04	1,12	1,25	1,45	1,68	2,12	2,62	2,97
BVPS	5,28	4,33	5,32	5,76	7,00	8,41	10,15	12,20	14,48
Operating cash flows	3,4	2,7	3,0	2,8	2,8	3,5	3,8	5,0	5,4
FCF	2,0	1,1	1,2	0,7	0,7	1,4	0,8	1,8	1,9
Net dividend	0,20	0,23	0,25	0,33	0,37	0,41	0,53	0,65	0,74

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

Fig. 34: Plastic Omnium - Valorisation - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Market capitalization	565	735	984	2 231	3 213	4 244	4 219	4 219	4 219
Net debt	658	471	390	410	390	268	842	456	266
Pensions	47	63	80	65	93	102	99	97	95
Minorities	156	93	114	60	69	63	73	86	91
Financial assets	(26)	(8)	3	436	550	486	536	546	557
EV	1 453	1 370	1 565	2 330	3 214	4 190	4 697	4 312	4 113
EV/Sales	45%	32%	33%	54%	72%	84%	81%	63%	56%
EV/EBITDA	3,8x	3,0x	2,9x	4,4x	5,3x	6,1x	6,1x	4,4x	3,9x
EV/EBIT	6,9x	5,0x	5,4x	9,3x	10,1x	11,6x	10,8x	8,0x	6,8x
EV/Operating margin	6,4x	4,6x	4,7x	6,9x	8,2x	8,9x	8,8x	6,8x	5,9x
P/E	1,4x	6,2x	8,5x	22,9x	19,7x	17,0x	13,5x	10,9x	9,6x
Dividend Yield (%)	10,2%	2,4%	2,7%	1,2%	1,3%	1,4%	1,9%	2,3%	2,6%

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

10. Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Valeo**, nous valorisons **Plastic Omnium** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples historiques**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (trois *FV* venant de la valorisation par multiple et une *FV* venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacun des méthodes) implique une **FV de €36** par action pour Plastic Omnium, ce qui implique **25%** de potentiel par rapport au dernier cours (€28,6).

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

Nous initions donc la couverture sur Plastic Omnium à l'Achat.

Fig. 35: Plastic Omnium – FV @ €36

Plastic Omnium - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) - 25%	95%	€37,2
EV/EBIT (2016-25) - 25%	10,5x	€36,1
P/E (2016-25) - 25%	14,5x	€34,5
DCF model (2016-25) - 25%		€36,2
o/w WACC	8,6%	
o/w LTG	2,5%	
o/w Average EBIT margin	8,7%	
o/w LT EBIT margin	9,1%	
Implied FV		€36,0
Current price		€28,6
Upside		25,9%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

10.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Plastic Omnium**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2016-2025 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€37,2**, **€36,1** et **€34,5** de FV. Nos valorisations sont basées sur les multiples historiques **2013-16** du groupe afin de prendre en compte la revalorisation du titre, liée à l'amélioration de la marge opérationnelle. De plus nous revalorisons légèrement le multiple historique EV/CA du groupe afin de prendre en compte une nouvelle amélioration de rentabilité d'ici 2020. Les seuls quatre équipementiers automobiles générant une marge opérationnelle **proche de 9-10%** sont **Valeo**, **JCI**, **Denso** et **Koito** et sont valorisés actuellement par le marché avec des multiples **EV/CA FY1 de 90-100%** et **EV/EBIT FY1 de 10,3x** en moyenne. Nous gardons respectivement **95%** et **10,5x** comme hypothèse pour Plastic Omnium étant donné que la marge de **10%** est un objectif crédible et réalisable.

10.2. Valorisation par DCF

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

- un **WACC à 8,6%**
- un **taux de croissance à l'infini de 2,5%**, impliquant une légère surperformance de **Plastic Omnium** par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une **marge d'EBIT** (*avec restructurations et sans les JVs*) moyenne de **8,7%** et une marge à l'infini de **9,1%**, marges qui sous la définition Plastic Omnium correspondent respectivement à **10,2%** et **10,8%**.

Fig. 36: Plastic Omnium – Estimations DCF - €m

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenues - Core business	5 813	6 878	7 310	7 752	8 224	8 489	8 764	9 049	9 345	9 652
Revenue Growth Rate	-	18,3%	6,3%	6,1%	6,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Operating Margin	7,5%	7,8%	8,3%	8,7%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	437	537	603	673	748	780	813	847	882	919
Adjustment for provisions	22	24	19	20	20	20	20	20	20	20
(-) Taxes on EBIT	(96)	(123)	(139)	(155)	(172)	(179)	(187)	(195)	(203)	(211)
(+/-) Movements in working capital	3	2	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
(+) Depreciation and amortization	241	351	356	375	396	418	440	461	483	504
(-) Capital Expenditures	(320)	(344)	(365)	(388)	(411)	(424)	(438)	(452)	(467)	(483)
(-) Intangibles	(122)	(138)	(146)	(155)	(164)	(170)	(175)	(181)	(187)	(193)
Free Cash Flow	165	308	320	362	407	435	463	491	518	546
Present Value of Free Cash Flow	161	278	265	276	286	281	275	269	261	253

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 37: Plastic Omnium – DCF @ €36

Valuation	
PV of Free Cash Flows	2 607
PV of Terminal Value	3 383
EV implied - EURm	5 990
- Net financial debt (N-1) - EURm	268
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	102
- Minority Interest value (N-1) - EURm	63
+ Financial assets - EURm (N-1)	486
- Cash used to acquire Faurecia Auto Exterior not included into 2015 net debt	632
Value of Equity	5 412
Value of Equity per share	€36,3
Price	€28,6
Upside/Downside	27%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Plastic Omnium avec une FV à €36.

11. Plastic Omnium – SWOT

Fig. 38: Plastic Omnium – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • 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 (17% du CA) et les Etats-Unis (28% du CA) • Une exposition grandissante aux constructeurs « premium » • Un recentrage autour des activités les plus rentables (<i>automobile 14% marge d'EBITDA</i>) à travers des cessions dans l'environnement • Positionnement concurrentiel solide dans les pare-chocs (<i>11% de pdm mondial</i>) accru par l'acquisition de la division modules extérieurs de Faurecia 	<ul style="list-style-type: none"> • Absence du groupe sur le segment de la voiture connectée et autonome • Offre produits encore limitée sur le segment des composites malgré la signature de quelques contrats • Acquisition de la division de Faurecia amputée par la Commission Européenne (<i>€1,2Md de CA acquis vs. €2Md</i>)
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Pénétration du marché allemand et acquisition de clients OEM premium grâce à l'opération avec Faurecia • Potentiel d'amélioration important des marges des activités acquises auprès de Faurecia grâce à des synergies au niveau des coûts de structures • Un revirement technologique des constructeurs européens utilisateurs de systèmes NOx trap vers les systèmes SCR 	<ul style="list-style-type: none"> • Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement 92% du CA de Plastic Omnium • Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales • Plastic Omnium s'apprête à intégrer la plus grosse acquisition de son histoire (<i>réorganisation des process industriels et risques de conflits sociaux</i>) • Essor du système de dépollution ASDS de Faurecia

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

12. Plastic Omnium en bref

12.1. Un peu d'histoire

Le groupe **Plastic Omnium**, créé en **1946**, fait partie du groupe très restreint des quelques équipementiers automobiles français cotés en bourse (*Faurecia, Plastic Omnium, MGI Contier, Plastivaloire, Valeo*). Sa cotation remonte à la fusion de l'entreprise avec l'*Union Mutuelle des Propriétaires Lyonnais (société de nettoyage et d'assainissement des eaux qui était cotée)* en **1965**. Le développement du groupe s'est par la suite réalisé en trois étapes : **l'internationalisation** des activités dans les années 70 avec la pénétration des marchés espagnol, allemand, anglais et américain ; **la croissance externe** via le rachat des sociétés *Landry* et *Techni-Plaste* en 1986 (*permettant à Plastic Omnium de doubler la taille de ses activités automobiles*), l'acquisition de *Reydel Industries* spécialisé dans les équipements intérieurs en 1995 ; **les partenariats** avec la création de la joint-venture *Inergy Automotive Systems* spécialisée sur les systèmes à carburant détenue conjointement avec Solvay en 2000 puis exclusivement dès 2010 ainsi que plusieurs autres joint-ventures établies en Chine, Inde et Russie avec des acteurs locaux. Seuls les rachats des activités systèmes à carburant de *Ford* et de *Plastal Pologne* font figure d'exception en 2011.

En tant que véritable **spécialiste du plastique**, les activités du groupe ne se sont jamais cantonnées à l'industrie automobile avec le développement d'une filiale entièrement dédiée à l'environnement et plus précisément dans la production et vente de conteneurs de déchets. Avec un chiffre d'affaires de **€5Md** fin 2015 dont **92%** est réalisé dans le secteur automobile sur le marché de la première monte avec les constructeurs automobiles (*le reste provenant des ventes de conteneurs de déchets*) Plastic Omnium est aujourd'hui à la **40^e place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles, derrière Faurecia (**7^e place**) et Valeo (**11^e place**).

12.2. Une exposition accrue à l'automobile

Plastic Omnium est un groupe industriel spécialisé sur le plastique et s'adressant à deux types d'acteurs sur des marchés distincts : les collectivités locales sur le **domaine de l'environnement** (**8% du CA 2015**) et les constructeurs dans le **secteur automobile** (**92% du CA 2015**). Ce dernier, très majoritairement contributeur en termes de chiffre d'affaires et de marge opérationnelle, a progressivement pris de l'ampleur dans le portefeuille d'activité du groupe à la suite des multiples acquisitions dans les segments des systèmes à carburant et systèmes d'intérieur ainsi qu'à la création d'*Inergy* regroupant désormais l'ensemble des activités liées aux systèmes à carburant. Ces activités automobiles sont réparties en deux divisions : **1/ la division automobile extérieurs** dont l'expertise est fondée sur la fabrication de pièces et modules de carrosserie et ; **2/ la division automobile Inergy** regroupant les systèmes à carburant. **Le groupe n'est pas présent sur le segment des cockpits et des modules intérieurs, au contraire de Faurecia.**

Le portefeuille d'activités du groupe devrait de nouveau pencher vers plus d'automobile avec l'acquisition, confirmée et signée fin S1-16 de la partie « modules extérieurs » de Faurecia (*CA de €1,2Md et EBIT de €50m*). Cette opération transformante pour le groupe impactera pleinement le groupe dès 2017.

12.2.1. Le pôle “Modules extérieurs” – 44% du CA

Le pôle **Modules extérieurs** conçoit et produit les pièces et modules de carrosserie (*pare-chocs, systèmes d'absorption d'énergie, modules de bloc avant*) fabriqués essentiellement à partir de polypropylène injecté et de matériaux composites. **Plastic Omnium**, réalisant un chiffre d'affaires total de **€2,6Md** est le **numéro un mondial** sur le marché des pièces et modules de carrosserie. Le groupe dispose d'un **positionnement solide sur les pare-chocs** avec **18 millions de ce pièces livrées en 2015** (*11% de parts de marché*), devant ses deux principaux concurrents : le canadien Magna (*8%*) et Faurecia (*6%*).

La gamme de produits proposés par le groupe est sous divisée en **six catégories** : *les pare-chocs et boucliers ; les becquets et pièces de carrosserie ; les pièces de carrosserie et de structure pour poids lourds ; les modules d'ouvrants arrière ; les modules de bloc avant ; les pièces de structure et semi-structurelles*. Sur ces pièces d'extérieur, l'innovation repose sur la légèreté des pièces permettant d'alléger le poids total du véhicule et sur l'aérodynamisme apporté par ces mêmes pièces. Le tout dans une recherche constante de réduction de la consommation de carburant du véhicule.

Ce marché de la **carrosserie automobile tend vers plus de plastique**, au vue de son poids comparé à l'acier (*plastique 30% plus léger que l'acier*), toujours dans un problème d'allègement du véhicule. Ainsi, l'accroissement du plastique dans le poids total d'un véhicule ne cesse d'augmenter, au détriment de l'acier, depuis 1990 et représente désormais **16%**. De surcroît, le plastique est plus malléable, laissant plus de liberté quant au design du véhicule.

Un revirement du marché vers le plastique favorable à **Plastic Omnium**, et qui le laisse espérer un gain de parts de marché qui sera essentiellement supporté par la Chine. Le groupe s'y accapare déjà **18%** des ventes de pare-chocs et entend accroître ce chiffre à **26%** en 2018 avec l'ouverture de 5 nouveaux sites de production. Concernant la croissance externe, **l'acquisition des activités extérieures de Faurecia**, devrait à nouveau consolider le positionnement stratégique de Plastic Omnium. A titre de rappel, Faurecia détenait **6%** de parts de marché dans le monde dans les pare-chocs et produit plus généralement tous types des pièces de carrosserie peinte (*pare-chocs, hayon, ailes, becquet*), modules de blocs avant et pièces de structure en composite (*planchers, structures de toit, anneaux arrière et systèmes d'absorption de crash*) à travers ses 32 sites de production répartis dans 9 pays.

12.2.2. Le pôle “Systèmes à carburant” – 48% du CA

Le pôle **Systèmes à carburant** chez Plastic Omnium conçoit et fabrique des réservoirs de carburant et toutes les lignes d’alimentation et pompes afférentes, en plus des technologies destinées à la réduction des émissions polluantes telles que le CO_2 ou les particules de NO_x . **Plastic Omnium** réalise un chiffre d’affaires de **€2,4Md** sur ce type d’activités, faisant de sa division *Auto Inergy* le **numéro un mondial** avec une part de marché de plus de **20%**.

Le groupe a développé son expertise sur la fabrication de ces produits en plastique par des procédés industriels innovants capables de mouler et de souffler des pièces de forme très complexe en peu d’étape et donc en peu de temps. Parmi sa gamme de produits, ressortent *les systèmes à carburant en plastique, les systèmes à carburant multicouches* réduisant la perméabilité, *les systèmes à carburant pour véhicules à émission zéro, les systèmes à carburant pour véhicules électriques et hybrides, les tubulures* utilisées pour le remplissage-extrusion du carburant, *les systèmes de réduction des émissions polluantes* et enfin *les inbaffles* atténuant l’acoustique.

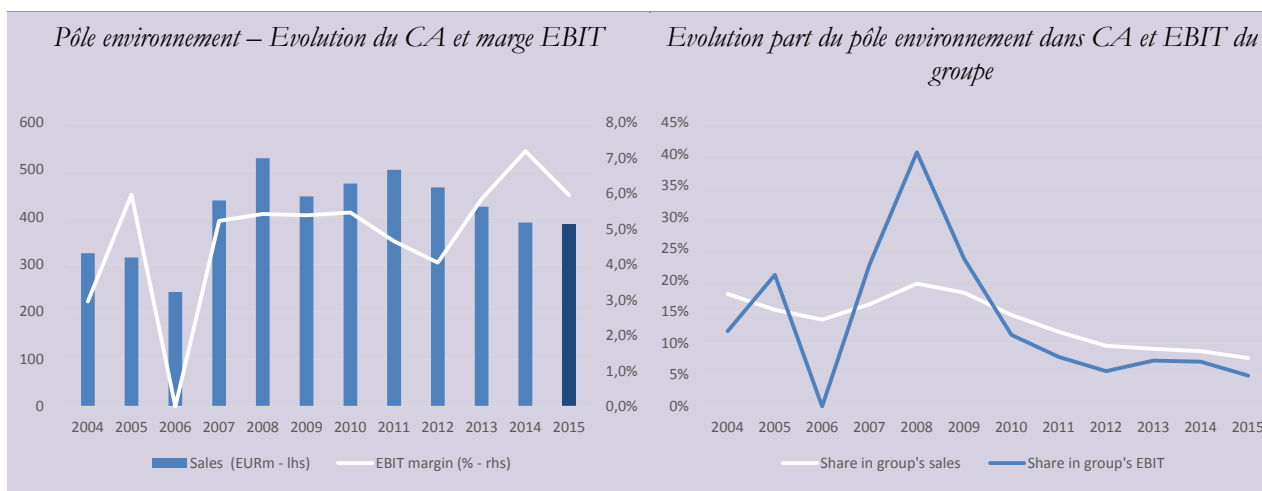
Ce type d’activité est essentiellement **supporté par les renforcements règlementaires**, à savoir la réduction progressive des émissions de CO_2 et de NO_x sur les véhicules diesel, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis. Autant de normes qui encouragent les constructeurs à **revoir le poids et l’aérodynamisme**, dont la réponse provient avant tout des pièces plastiques (*systèmes à carburant en plastique 30% à 40% plus léger que l’acier et équipent 70% des véhicules nouvellement produits*) et des systèmes de réduction des émissions polluantes. A titre d’illustration, sur les **35g/km** d’émission de CO_2 à gagner par véhicule, **6 grammes** peuvent être gagnés par un allègement du poids représentant un coût additionnel de **300€** et l’aérodynamisme peut réduire de **3 grammes** les émissions pour un coût supplémentaire de **100€**.

Plastic Omnium vise un accroissement de ses parts de marché dans ce segment de 20% à 24% en 2018 à travers son fort positionnement sur la matière plastique ainsi que ses innovations dans les systèmes à carburant pour **véhicules à émission quasi nulles, hybrides et électriques**. Au niveau géographique, la **Chine** restera au centre du développement international avec un quasiment doublement des parts de marché visé sur les systèmes à carburant plastiques (*les portants à 15%*) accompagné de l’ouverture de 4 nouveaux sites de production sur place.

12.2.3. Le pôle “Environnement” – 8% du CA

Le pôle **Environnement** constitue l'activité la moins contributrice tant en termes de chiffre d'affaires que de marge opérationnelle pour le groupe (8% du CA pour 5% de la marge opérationnelle totale). Ce segment, distinct de l'automobile excepté son usage du plastique, regroupe toutes les activités de conteneurisation liées aux déchets. **Plastic Omnium** génère un chiffre d'affaires de **€386m** et un résultat opérationnel de **€23m** dans ce secteur (marge opérationnelle de 6%). Les principaux concurrents du groupe en Europe sont les allemands **ESE** (20% de parts de marché) et **Schaefer** (17% de parts de marché) tandis que Plastic Omnium se maintient aux alentours de 30%.

Fig. 39: Un pôle qui pèse de moins en moins dans le CA du groupe mais qui marge de mieux en mieux



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

Ce pôle est divisé en trois sous-partie : **1/ les conteneurs** où des bacs à ordures ménagères, colonnes pour récupérer le verre, composteurs, conteneurs enterrés et semi-enterrés sont produits et vendus ; **2/ les services associés** qui comprend l'installation de l'équipement, la maintenance ainsi que le lavage des conteneurs vendus et enfin ; **3/ les équipements urbains** regroupant un large éventail de mobilier urbain destiné aux espaces collectifs comme les aires de propreté, aires de jeux ou encore parcs. **Plastic Omnium** dispose d'un portefeuille européen de clients résilient lui assurant des parts de marchés solides (30%) ainsi qu'un réseau de production de 11 sites répartis entre la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Espagne. Ces positions traduisent une **exposition quasi exclusivement européenne**, le groupe a développé une présence en Asie avec Singapour et en Amérique Latine avec le Mexique et le Chili, qui restent néanmoins peu significatifs comparé à l'Europe.

La **croissance en Europe ne peut être supportée que par les services associés** proposés, comme les systèmes et solutions de gestion informatisée (*étapes de pré-collecte, management de la flotte de véhicules de ramassage de déchets, planification de l'utilisation du service de collecte de déchets, etc*). En revanche, tout le potentiel de croissance du marché mondial repose sur les marchés émergents dont l'élévation du niveau de vie des populations va s'accompagner d'une augmentation des déchets générés. Une tendance qui va générer un besoin croissance de conteneurisation de ces déchets de la part des autorités locales. Mi-2016, le groupe a récemment annoncé la cession de deux filiales de sa division Environnement (*Emballagen GmbH et Signature Limited*), filiales représentant un CA cumulé de **€60m** (15% du CA) afin de se recentrer sur le métier de conteneurisation, de développement de solutions intelligentes, de rationalisation des déchets et de réduction du bilan carbone des collectivités locales.

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) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	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.