

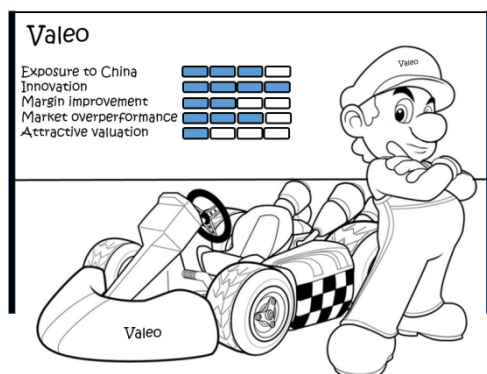
14 septembre 2016

Industrie Automobile

Bloomberg	FR FP
Reuters	VLOF.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	49,7 / 34,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	11 857
Valeur d'Entreprise	13 962
Volume moyen 6 mois (000 actions)	844,3
Flottant	2,3%
TMVA BPA (3 ans)	14,2%
Gearing (12/15)	1%
Rendement (12/16e)	2,18%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	14 544	15 996	17 602	18 716
EBIT (MEUR)	1 060	1 225	1 402	1 520
BPA Publié (EUR)	3,11	3,62	4,23	4,64
BPA dilué (EUR)	3,11	3,62	4,23	4,64
EV/CA	0,88x	0,87x	0,77x	0,71x
EV/EBITDA	6,9x	6,9x	5,8x	5,3x
EV/EBIT	12,1x	11,4x	9,7x	8,7x
P/E	16,0x	13,7x	11,8x	10,7x
ROCE	23,7	19,6	20,8	21,3

Cours et données arrêtés au 9 septembre



Valeo


La "French Tech"

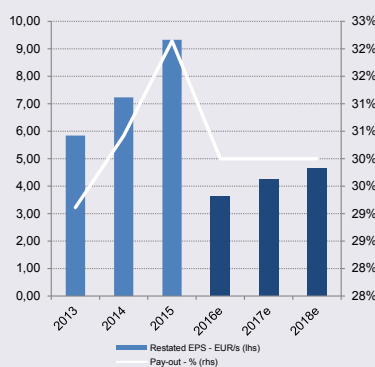
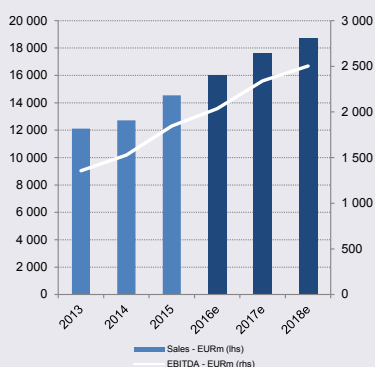
Fair Value 49EUR (cours 49,74EUR)

NEUTRE
Initiation de couverture

Depuis 2007, Valeo surperforme le SXAP, le marché automobile et ses principaux concurrents. Fort d'une expertise sur des marchés porteurs, la voiture autonome et la voiture connectée, et fort d'une présence importante sur les marchés asiatiques et américain, Valeo ambitionne de surperformer de nouveau le marché automobile (+5pp) sur les 4 prochaines années tout en améliorant sa marge opérationnelle de 130pb. Bien que nous apprécions le positionnement et la stratégie du groupe, nous initions Valeo à Neutre avec une FV à €49, principalement pour des raisons de valorisation.

- **A la conquête de l'Asie:** Avec plus de 27% de son CA réalisé en Asie dont 14% en Chine, Valeo est l'équipementier automobile français le plus exposé au premier marché automobile mondial. Bien que très cyclique et très volatile comme d'autres marchés dans les pays émergents, nous estimons une croissance de plus de 3%/an dans la région, tirée par la Chine principalement. Valeo devrait bénéficier tant de l'augmentation du taux d'équipement par habitant que de la «premiumisation» du marché.
- **A la conquête de la voiture connectée et autonome:** Sa récente acquisition de Peiker combinée à son partenariat avec Safran et Mobileye font de Valeo un équipementier clé pour les constructeurs dans la course au véhicule autonome. Ce marché à fort potentiel devrait modifier structurellement le secteur, au profit des équipementiers.
- **Des objectifs 2020 ambitieux mais réalisables:** Valeo ambitionne d'ici 2020 de continuer à surperformer le marché automobile mondial grâce notamment à son portefeuille produits très technologique et innovant. Bien que réalisables, nous jugeons ces objectifs légèrement ambitieux car basés sur un doublement de la surperformance moyenne du groupe par rapport au marché depuis 2007 et sur un TCAM de la production automobile de 3%, ce qui implique une accélération par rapport à 2015 et 2016, ce que nous trouvons agressif. Tout ajustement à la baisse de prévisions sur le secteur par quelque acteur que ce soit aurait un impact négatif sur le cours de Valeo. Ce risque, combiné à une valorisation peu attractive nous rend prudent sur le dossier. **Nous initions à Neutre avec une FV à €49.**

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



Activités

Valeo est un équipementier automobile français, partenaire de tous les constructeurs dans le monde entier. A travers son portefeuille de produits technologiques, Valeo propose à ses clients des systèmes et équipements innovants permettant la réduction des émissions de CO₂, l'amélioration de la performance des véhicules et le développement de la conduite intuitive. Le groupe a également une présence sur le marché du remplacement (10% du CA), marché jugé comme plus défensif et plus profitable que le marché de la première monte.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	12 110	12 725	14 544	15 996	17 602	18 716
Change (%)	3,0%	5,1%	14,3%	10,0%	10,0%	6,3%
Adjusted EBITDA	1 356	1 526	1 847	2 036	2 341	2 504
EBIT	795	862	1 060	1 225	1 402	1 520
Change (%)	9,7%	8,4%	23,0%	15,5%	14,5%	8,4%
Financial results	-147	-137	-119	-111	-106	-103
Pre-Tax profits	588	722	880	1 126	1 308	1 431
Exceptionals	-67,0	-54,0	-117	-48,0	-52,8	-56,1
Tax	-119	-129	-106	-225	-262	-286
Profits from associates	7,0	51,0	56,0	60,4	65,0	69,9
Minority interests	-30,0	-31,0	-45,0	-47,3	-49,6	-52,1
Net profit	439	562	729	853	997	1 092
Restated net profit	439	562	729	853	997	1 092
Change (%)	15,5%	28,0%	29,7%	17,0%	16,8%	9,6%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	1 236	1 242	1 659	1 660	1 845	2 046
Change in working capital	232	40,0	111	71,4	9,6	63,9
Capex, net	-914	-958	-1 119	-1 184	-1 303	-1 385
Financial investments, net	-5,0	-104	-8,0	-1 429	0,0	0,0
Dividends	-129	-144	-201	-234	-256	-299
Other	-164	-25,0	26,0	23,6	24,8	26,0
Net debt	366	342	124	1 288	977	589
Free Cash flow	322	284	540	476	542	661
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	2 181	2 497	2 744	4 321	4 435	4 583
Intangibles assets	850	1 012	2 141	2 411	2 657	2 901
Cash & equivalents	1 510	1 497	1 725	561	872	1 260
current assets	4 342	4 551	5 324	4 473	5 262	5 925
Other assets	159	462	-494	658	406	66,8
Total assets	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
L & ST Debt	1 876	1 839	1 745	1 745	1 745	1 745
Others liabilities	4 633	5 231	6 003	6 405	6 914	7 267
Shareholders' funds	2 380	2 740	3 473	4 031	4 707	5 431
Total Liabilities	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
Capital employed	3 872	3 872	4 313	4 717	6 549	7 039
Ratios						
Operating margin	6,56	6,77	7,29	7,65	7,96	8,12
Tax rate	20,24	17,87	12,05	20,00	20,00	20,00
Net margin	3,63	4,42	5,01	5,33	5,66	5,84
ROE (after tax)	18,45	20,51	20,99	21,16	21,17	20,12
ROCE (after tax)	20,71	21,17	23,66	19,62	20,84	21,28
Gearing	14,45	11,60	0,54	27,70	17,54	8,47
Pay out ratio	29,11	30,42	32,14	30,00	30,00	30,00
Number of shares, diluted	75,22	77,75	78,16	239	239	239
Data per Share (EUR)						
EPS	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
Restated EPS	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
% change	15,6%	23,8%	29,0%	16,4%	16,8%	9,6%
EPS bef. GDW	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
BVPS	10,55	11,75	14,81	16,89	19,73	22,76
Operating cash flows	16,43	15,97	21,23	6,96	7,73	8,57
FCF	1,43	1,22	2,30	1,99	2,27	2,77
Net dividend	0,57	0,73	1,00	1,09	1,27	1,39

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1. Investment Case.....	180
2. Valeo en six graphes.....	181
3. La «French Tech».....	182
4. Un solide « <i>track-record</i> » depuis 2007.....	183
4.1. Un secteur bien plus fort qu'avant la crise.....	183
4.2. Valeo, plus fort que le secteur.....	184
4.3. Une performance saluée par les marchés!.....	184
5. A la conquête de l'Asie.....	186
5.1. La croissance de demain vient de Chine.....	187
6. A la conquête de la voiture autonome et connectée.....	188
6.1. La course au véhicule sans conducteur.....	188
6.2. Valeo, à fond dans l'innovation.....	189
6.2.1. Des aires de start-up.....	189
6.2.2. Des partenariats très technologiques.....	192
6.3. De récentes acquisitions très stratégiques.....	193
6.3.1. Peiker.....	194
6.3.2. Spheros.....	195
6.3.3. FTE.....	196
6.3.4. Des acquisitions relatives dès la première année.....	196
6.3.5. D'autres à venir ?.....	197
7. Des objectifs financiers ambitieux, et déjà intégrés par le consensus.....	199
7.1. Des objectifs financiers ambitieux ?.....	199
7.1.1. Des hypothèses « marché » trop optimistes ?.....	199
7.1.2. Un objectif de marge jamais atteint auparavant.....	201
8. Nos estimations.....	203
9. Valorisation.....	205
9.1. Valorisation par les multiples.....	206
9.2. Valorisation par DCF.....	207
10. Valeo – SWOT.....	209
11. Valeo en bref.....	210
11.1. Un peu d'histoire.....	210
11.2. Un groupe présent sur quatre métiers.....	210
11.2.1. Le pôle « Systèmes Thermiques » – 28% du CA – 24% EBITDA.....	211
11.2.2. Le pôle « Assistance à la conduite » – 18% du CA – 22% EBITDA.....	212
11.2.3. Le pôle « Systèmes de propulsion » – 26% du CA – 26% EBITDA.....	213
11.2.4. Le pôle « Systèmes de visibilité » – 28% du CA – 28% EBITDA.....	214
11.2.5. Exemples de produits Valeo.....	215

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant ?

Nous initiions la couverture de l'équipementier automobile français **Valeo** dans le cadre de la publication d'une note sur le secteur automobile. Fort d'une expertise reconnue dans l'industrie automobile sur les segments de visibilité et d'aide à la conduite, le groupe a depuis 2007 **surperformé la production automobile, mais également l'indice automobile SXAP et ses principaux concurrents**. Grâce à ses produits très technologiques nous estimons que cette surperformance devrait perdurer sur les prochaines années.

Attractif ou non?



Valorisation

Comme pour **Faurecia, Plastic Omnium et Hella** nous valorisons **Valeo** à travers deux types de méthodes: en utilisant les **multiples historiques EV/CA, EV/EBIT** et **P/E** et à travers un **DCF**. La forte progression du titre depuis 2008, lié au redémarrage du secteur depuis la crise et **au rerating** sur la valeur, **limite le potentiel de nouvelle hausse sur le titre**. Nous initiions le dossier à **Neutre** avec une **FV à €49** par action.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

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

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous sommes actuellement en ligne avec le consensus au niveau du CA du groupe sur 2016-18 mais sommes respectivement **4,1%** et **2,6%** plus haut sur les attentes 2017-18 au niveau de l'EBITDA. Nous voyons à ce jour peu de potentiel d'ajustement à la hausse sur le consensus au vu des risques de ralentissement du marché automobile mondial.

Quels risques?

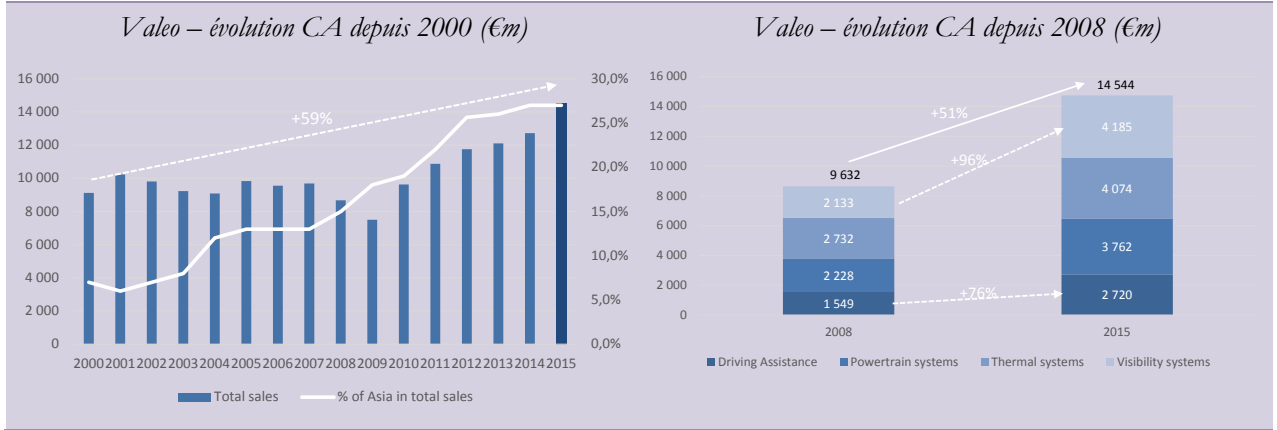


Risques

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

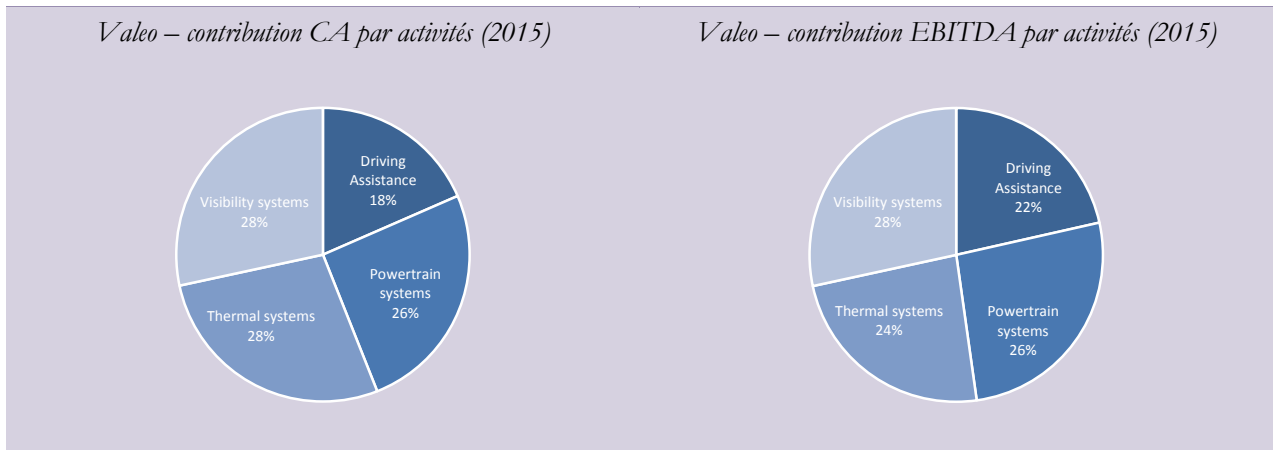
2. Valeo en six graphes

Fig. 1: Une croissance portée par l'Asie et par les segments « Visibilité » et « Assistance à la conduite » principalement



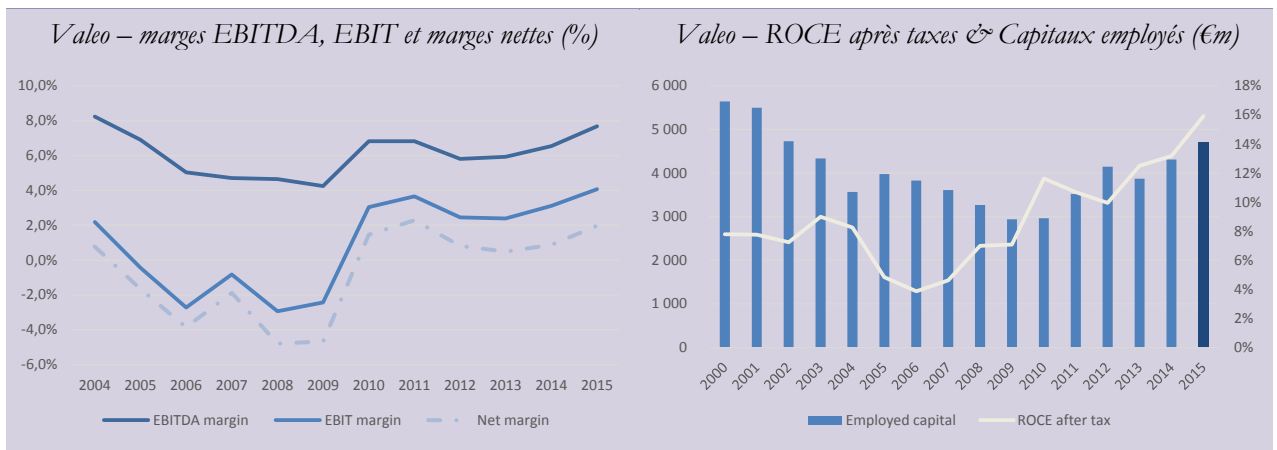
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Un portefeuille produit plutôt bien équilibré



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Des ratios à leurs plus hauts historiques



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

3. La «French Tech»

Fort d'une expertise sur des marchés porteurs, **la voiture autonome** et **la voiture connectée**, et fort d'une présence importante sur les **marchés asiatiques** et **américain**, Valeo, depuis 2007, surperforme le SXAP, le marché automobile et ses principaux concurrents.

Alors que la production automobile n'a cru que de **26%** depuis 2007, le CA de Valeo lui a augmenté de **50%** (+43% en excluant les effets périmètres) tandis que **l'EBIT a été multiplié par 2,9x** (2,75x en excluant les effets périmètres) et **le résultat net par 8,6x**. Sa stratégie d'être exposé à quatre métiers à forte valeur ajoutée (*Systèmes de Propulsion, Systèmes Thermiques, Systèmes de Confort et d'Aide à la Conduite et Systèmes de Visibilité*) combinée à son exposition grandissante depuis 2007 avec les constructeurs asiatiques et allemands ont permis au groupe de croître beaucoup plus vite que le secteur mais également d'accroître sa rentabilité. **Début d'année 2017, le groupe devrait publier des résultats 2016 records, tant en valeur qu'en ratios de rentabilité.**

Le groupe ambitionne entre **2016 et 2020** de continuer à surperformer le marché automobile mondial grâce notamment à son portefeuille produits très technologique et innovant. Sa récente acquisition de **Peiker** combinée à son partenariat avec **Safran** et **Mobileye** font de Valeo un équipementier clé pour les constructeurs, dans la course aux projets de développement de véhicule autonome, marché que nous jugeons à fort potentiel sur les prochaines années. Nous estimons ainsi que ces différents partenariats combinés à des efforts importants en R&D devraient être à l'origine d'une plus forte croissance du CA de Valeo vis-à-vis du marché automobile.

Cependant, bien que **réalisables**, nous jugeons ces objectifs **ambitieux** car basés sur un doublement de la surperformance moyenne du groupe par rapport au marché depuis 2007 et sur un TCAM de la production automobile de **3%**, ce qui implique une accélération par rapport à 2015 et 2016, ce que nous trouvons agressif. Tout ajustement à la baisse de prévisions sur le secteur par quelque acteur qu'il soit aurait un impact négatif sur le cours de Valeo. Ce risque, combiné à une valorisation faiblement attractive nous rend prudent sur le dossier.

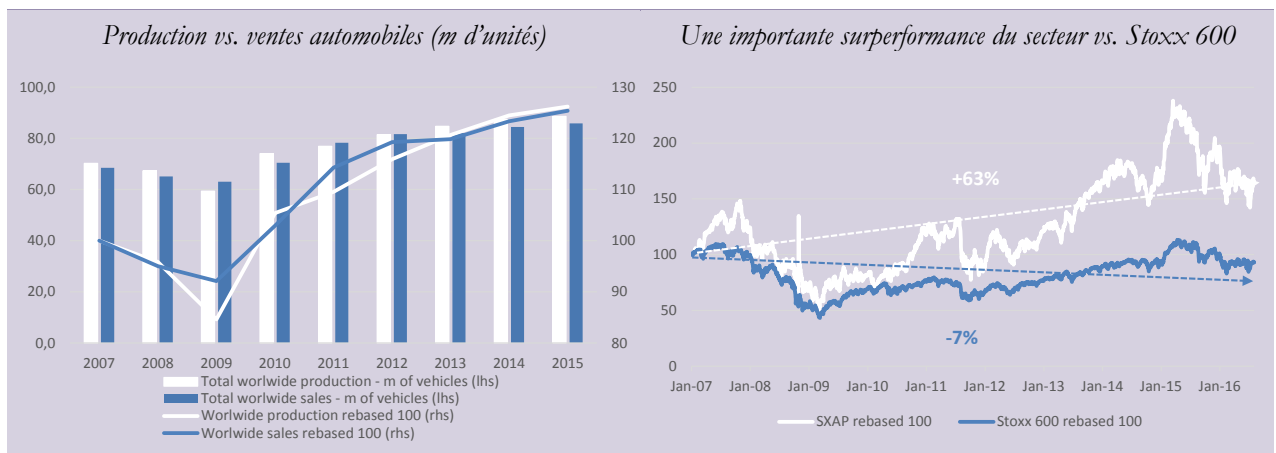
Ainsi, bien que nous apprécions le positionnement et la stratégie du groupe, nous initions Valeo à Neutre avec une FV à €49, principalement pour des raisons de valorisation.

4. Un solide «*track-record*» depuis 2007

4.1. Un secteur bien plus fort qu'avant la crise

Comme la plupart des équipementiers automobiles depuis 2009, Valeo est ressorti plus fort de la crise financière qui a touché le secteur automobile comme beaucoup d'autres secteurs de biens de consommation jugés discrétionnaires. Après avoir chuté en moyenne (*production et ventes*) de **12%** entre 2007 et 2009 les volumes mondiaux sont aujourd'hui **>25% supérieurs** à leur plus bas de 2009 grâce notamment à une reprise dans les pays matures, mais surtout grâce à une accélération de la demande dans les pays émergents. L'indice **SXAP** regroupant **les 16 plus importantes valeurs automobiles** en Europe est aujourd'hui **>60% supérieur** à son niveau de janvier 2007 alors que l'indice **Stoxx 600** est aujourd'hui encore **7%** en dessous sur la même période, reflétant clairement la bonne santé du secteur sur la période.

Fig. 4: 10 ans de forte croissance sur le secteur



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Les équipementiers automobiles sous-performent la plupart du temps le secteur lorsque la croissance de la production devient négative

Principalement tiré par le fort dynamisme des pays émergents, qui profitent pleinement de l'essor de leurs classes moyennes, le marché automobile et tous ses acteurs sont aujourd'hui **en meilleure santé qu'avant 2007**, malgré la chute du marché en 2008 et 2009. Comme indiqué dans notre rapport sectoriel, il est important de constater que les équipementiers d'une façon générale ont mieux performé que les constructeurs ou les pneumaticiens, grâce notamment à **un effort de R&D** plus important de leurs parts, qui s'est reflété dans la valeur ajoutée de leurs produits et donc dans leurs marges, mais également grâce à un risque «**pays**» et un risque «**produit**» plus limités.

On observe d'ailleurs une surperformance des équipementiers vis-à-vis du marché lorsque celui-ci est en croissance, mais une sous-performance lorsque la croissance de la production devient négative (*la raison principale étant l'effet déstockage*).

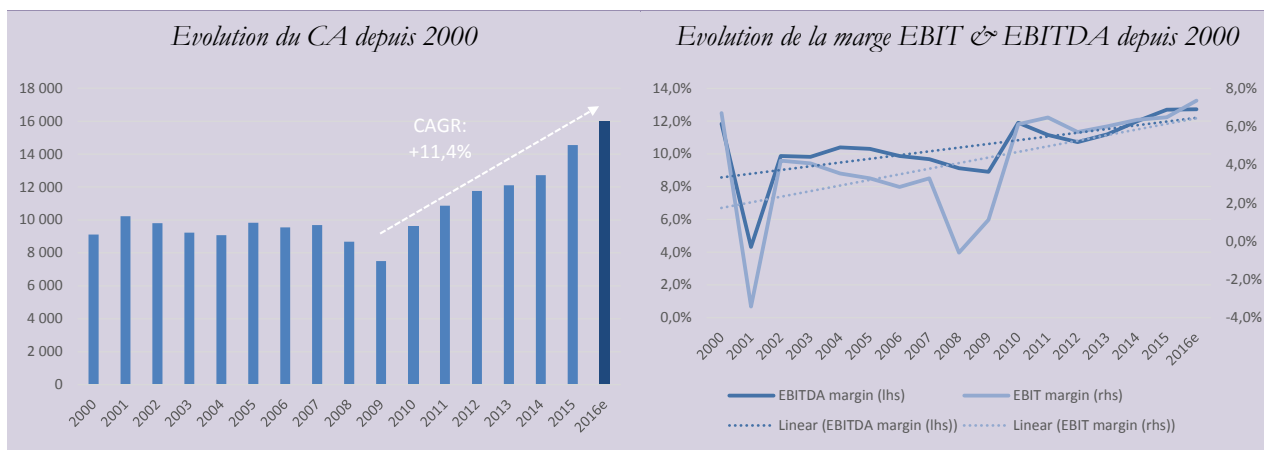
4.2. Valeo, plus fort que le secteur

Dans ce panel d'*outperformers*, Valeo s'est démarqué depuis 2007 de la plupart de ses concurrents en publiant de meilleures performances commerciales et des meilleurs résultats, performance qui s'est reflétée dans son cours de bourse. Sa présence sur des marchés de niche et surtout sur des marchés à plus forte valeur ajoutée a permis à Valeo de se démarquer plus facilement de la concurrence tout en lui permettant d'accroître plus rapidement sa rentabilité.

Depuis 2007 le CA de Valeo a augmenté de 43% alors que la production automobile elle n'a augmenté que de 26%

Alors que la production automobile n'a cru que de **26%** depuis 2007 (*88,6m de véhicules produits en 2015 contre 65,5m produits en 2007*), le CA de Valeo lui a augmenté de **50%** (+43% en excluant les effets périmètres) tandis que **l'EBIT a été multiplié par 2,9x** (*2,75x en excluant les effets périmètres*) et **le résultat net par 8,6x**. Sa stratégie d'être exposé à quatre métiers à forte valeur ajoutée (*Systèmes de Propulsion, Systèmes Thermiques, Systèmes de Confort et d'Aide à la Conduite et Systèmes de Visibilité*) combinée à son exposition grandissante depuis 2007 avec les constructeurs asiatiques et allemands ont permis au groupe de croître beaucoup plus vite que le secteur mais également d'accroître sa rentabilité. **Début d'année 2017, le groupe devrait publier des résultats 2016 records, tant en valeur qu'en ratios de rentabilité.**

Fig. 5: Valeo, proche de son plus haut taux de marge historique



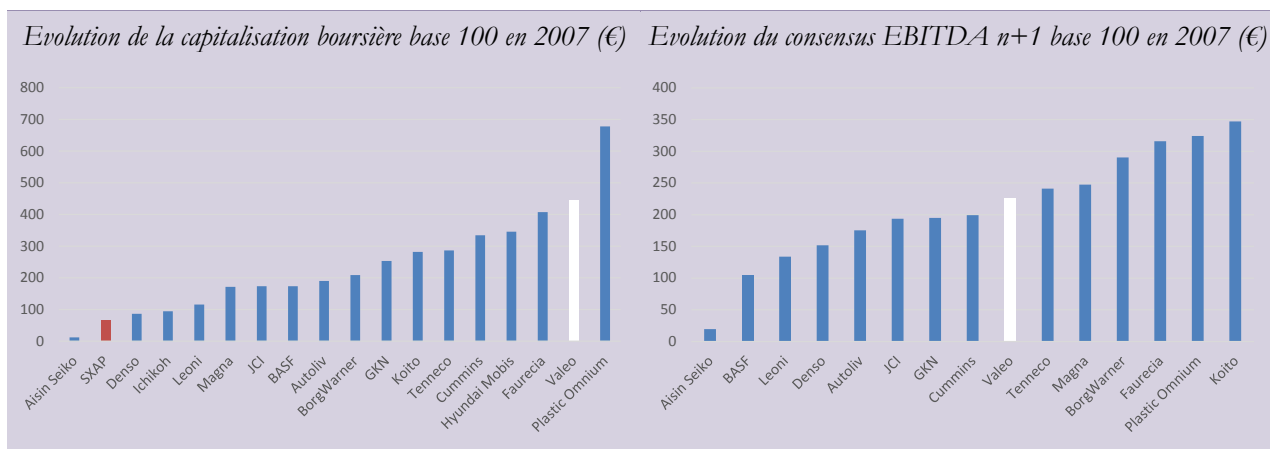
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

4.3. Une performance saluée par les marchés!

Depuis le 1^{er} janvier 2007, la capitalisation boursière de Valeo a ainsi été multipliée par **4,45x** positionnant le groupe à la seconde place derrière **Plastic Omnium** dans le classement des meilleures performances boursières des principaux équipementiers automobiles mondiaux sur la période 2007-16. Il est d'ailleurs intéressant de constater que le **consensus EBITDA N+1 de Valeo** sur cette même période n'a lui été multiplié que par **2,25x**, positionnant le groupe non plus à **la seconde place** du classement mais à **la 7eme place** dans le classement de plus fortes variations d'EBITDA sur la période.

La valeur a donc plus que les autres bénéficié d'un **effet rerating**, expliquant en grande partie sa très bonne performance boursière par rapport au secteur et par rapport à ses principaux concurrents.

Fig. 6: Valeo a bénéficié d'un effet rerating depuis 2007



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Au cours actuel, à **€49,7 par action**, le titre Valeo est seulement **4.4%** en dessous de son plus haut historique, niveau atteint fin mai 2015 (*plus de détails sur la valorisation page 28*).

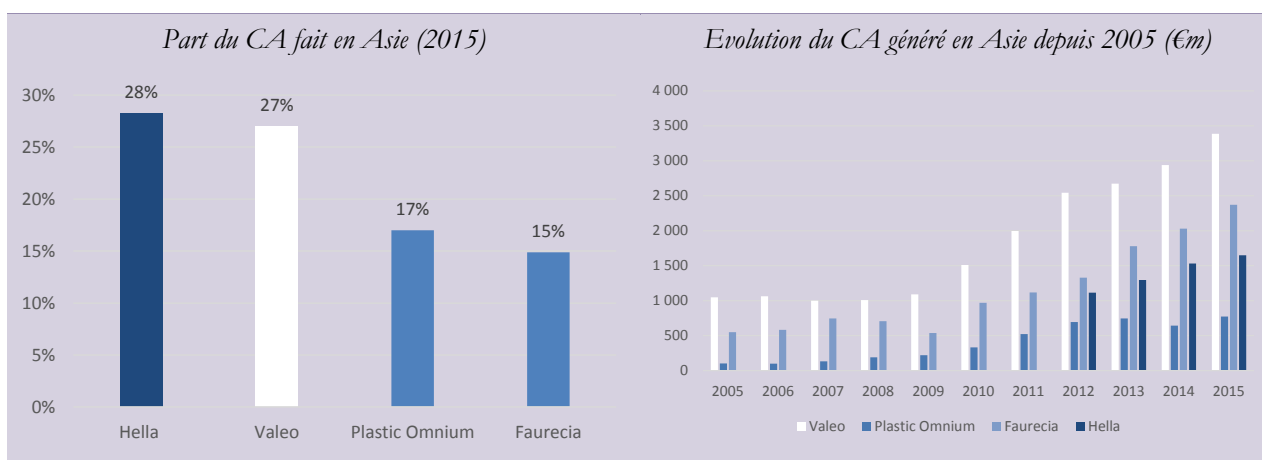
Cette impressionnante performance boursière laisse d'après nous, peu de place aux mauvaises surprises tandis que toute bonne surprise ne sera pas pleinement félicitée par le marché.

5. A la conquête de l'Asie

Présent en Asie plus rapidement que les deux autres équipementiers français **Faurecia** et **Plastic Omnium** et également que **Hella**, grâce notamment à la mise en place d'une stratégie commerciale efficace à partir des années 1990 (*déploiement en Chine en 1994, en Inde en 1997 et au Japon en 2000*) et grâce également à des acquisitions stratégiques afin d'accéder à des nouveaux clients dans la région (*acquisition de Niles en 2011, une société Japonaise présente dans le secteur des contrôles intérieurs, permettant à Valeo de devenir leader mondial sur ce marché*), **Valeo est désormais en avance sur ce marché à fort potentiel.**

Alors que cette région ne représentait en 2000 que **7%** du CA du groupe, elle représente aujourd'hui **plus de 27%**. Cette hausse s'est faite au détriment des pays matures, et plus précisément de l'Europe et des US qui en 2015 ne représentent respectivement plus que **49%** et **22%** des ventes du groupe contre **61%** et **29%** en 2000. Grâce à cette nouvelle stratégie mise en place dès 2009 avec la nomination de **Pascal Colombani** et **Jacques Aschenbroich** respectivement aux postes de Président du Conseil d'Administration et Directeur Général, plan stratégique qui a également réorganisé le groupe autour de quatre métiers (*voir section 11 page 35*), Valeo a surperformé la plupart de ses concurrents dans la région et dispose d'un panel de clients assez large, lui permettant de lisser plus facilement le **risque « client »** mais également le **risque « produit »**.

Fig. 7: Valeo est le Français le plus exposé au marché Asiatique vs. Plastic Omnium et Faurecia



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

Le groupe dispose aujourd'hui de **51 sites de production** en Asie (*38% du total*), de **15 centres de R&D** (*29% du total*) et les effectifs présents dans la région représentent **31%** des effectifs du groupe avec **25 574 employés**. La région est donc clairement un axe de priorité pour le groupe et devrait continuer à générer une part importante de sa croissance future, au vue du carnet de commandes fin 2015.

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

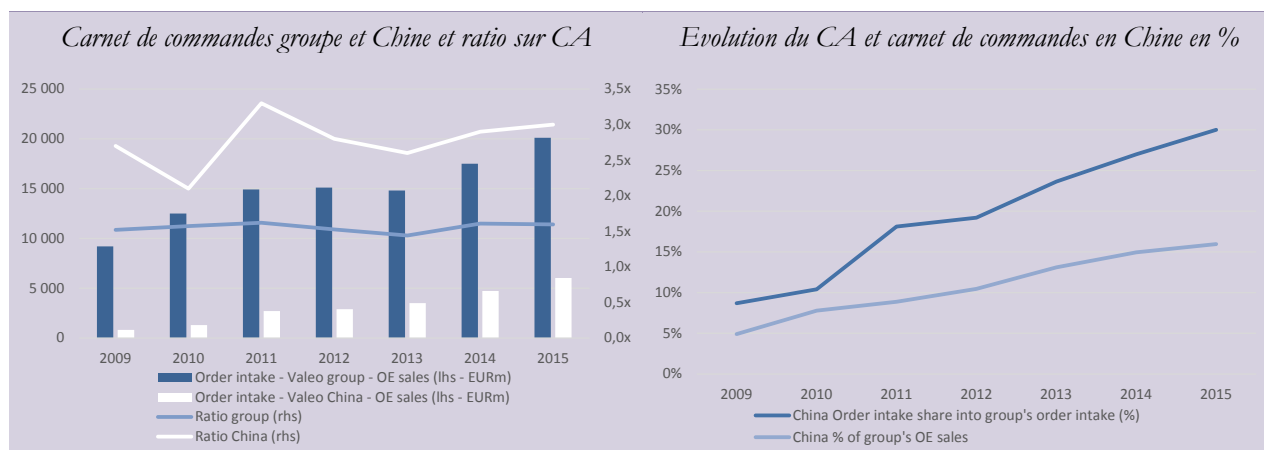
5.1. La croissance de demain vient de Chine

Comme indiqué précédemment, la Chine est le marché le plus important du secteur automobile, **tant en termes de vente de véhicules que de production**. Bien que très différent des marchés matures (*moyenne d'âge de l'acheteur plus faible, faible part de financement dans les achats, faible part de marché des constructeurs locaux*), ce marché reste très porteur et devrait continuer à croître énormément sur les prochaines années, le rapprochement du taux d'équipement avec celui en Europe, au Japon ou encore aux Etats-Unis, étant le catalyseur principal, tiré notamment par l'accroissement et l'enrichissement des classes moyennes.

Représentant aujourd'hui 14% du CA de Valeo, la Chine est désormais le pays le plus important pour le groupe

Représentant aujourd'hui **14%** du CA de Valeo, la Chine est désormais le pays le plus important pour le groupe, devant les Etats-Unis et devrait représenter d'ici 2020 plus de **20%** des ventes du groupe. Avec plus de **15 000 employés** présents dans le pays, répartis sur **26 sites de production**, **10 centres de développement**, et **3 centres de R&D**, le groupe prépare la croissance de demain, ce pays représentant **27%** de son carnet de commandes. Le ratio **carnet de commandes/ventes** en Chine est supérieur à **3x** fin 2015 en croissance par rapport à 2013 et 2014, avec un montant en hausse de **27%** en 2015 par rapport à 2014. Il est intéressant de noter que ce ratio est presque deux fois supérieur à celui du groupe, au niveau mondial (*1,6x*), renforçant l'idée que ce marché est extrêmement important pour la croissance future de Valeo.

Fig. 8: La Chine, le moteur de la future croissance de Valeo



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Principalement exposé aux constructeurs automobiles étrangers en Chine et moins aux constructeurs locaux (*les marques locales représentent moins de 20% des ventes chinoises de Valeo alors qu'elles représentent 40% du marché chinois*), Valeo devra continuer dans les prochaines années à étendre son exposition avec ces derniers. La concentration du marché qui devrait intervenir dans les prochaines années, combinée à la montée en puissance des constructeurs locaux sur les segments **SUV** (*Sport Utility Vehicle*) et **MPV** (*Multi-Purpose Vehicle*), segments attendus en forte croissance sur les années à venir, devrait en effet leur être favorable.

Grace à sa forte présence auprès des constructeurs asiatiques (26% des ventes, avec Nissan) mais également grâce à sa présence avec des constructeurs américains et européens dans la région nous estimons que le groupe devrait continuer à surperformer ses concurrents et le marché sur les prochaines années.

6. A la conquête de la voiture autonome et connectée

6.1. La course au véhicule sans conducteur

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

Cette mutation augmentant le nombre d'équipements nécessaires au sein d'un véhicule devrait avoir **un impact positif pour les équipementiers automobiles comme Valeo** sans pour autant avoir un impact aussi positif pour les constructeurs.

Les principaux constructeurs et équipementiers automobiles se sont lancés depuis quelques années dans une course à la connectivité en développant en interne ou à travers des partenariats avec des entreprises technologiques expertes en connectivité, des systèmes permettant à la voiture de se connecter à d'autres objets connectés et/ou au cloud ; systèmes qui une fois connectés à un système gérant les caméras, capteurs et autres lasers, permettra à la voiture de devenir totalement autonome.

Très présent sur ce segment à fort potentiel, à travers notamment son partenariat avec **Safran, Valeo** fait partie du cercle fermé des équipementiers très technologiques qui développent en interne ou en externe, à travers des acquisitions très ciblées, une expertise sur la connectivité ou encore sur des systèmes d'assistance à la conduite.

Fig. 9: Principaux acteurs sur le marché du véhicule autonome

	Nom du prototype/système
Apple	Projet Titan
Delphi	Audi SQ5
Google	Google Car
Mercedes	F015
PSA	Citroën C4 Picasso
Renault	Next Two (Visteon)
Tesla	Model S
Valeo/Safran	Drive4U

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

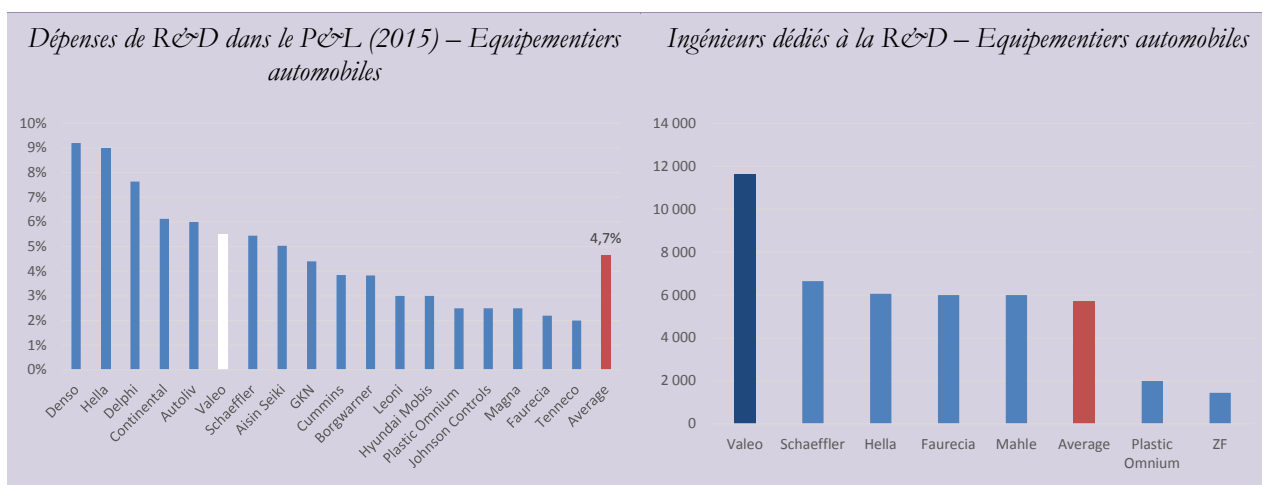
6.2. Valeo, à fond dans l'innovation

6.2.1. Des aires de start-up

Sous le chiffre d'affaires de Valeo (€14,5Md) digne d'un grand groupe et généré par près de **83 000** employés, se cachent chez Valeo des aires de start-up, notamment à travers une **culture de l'innovation** et une certaine **proximité avec les start-ups**. Bien que le secteur automobile demeure centré sur l'innovation avec des dépenses de recherche & développement conséquentes, en particulier chez les équipementiers automobiles dont la moyenne se situe à **4,7%** du chiffre d'affaires (*contre 5,5% pour Valeo*), Valeo se distingue par son nombre de brevets déposés chaque année.

Avec plus de **11 600** ingénieurs dédiés à la recherche & développement (*soit plus du double de la moyenne européenne chez des acteurs de taille similaire*) et **1 400** brevets déposés en 2015, le groupe s'impose assurément comme **l'un des équipementiers les plus dynamiques en termes d'innovation**, n'étant devancé que par les géants européens comme **Continental**, **Bosch** ou encore le japonais **Denso** dont les activités sont de surcroît plus larges. Une telle vivacité dans la recherche qui a valu à Valeo sa présence dans le *TOP 100 Global Innovators* réalisé par Thomson Reuters en 2012, 2013 et 2015. A noter que le groupe était **le seul équipementier européen à être listé dans le dernier Top 100**.

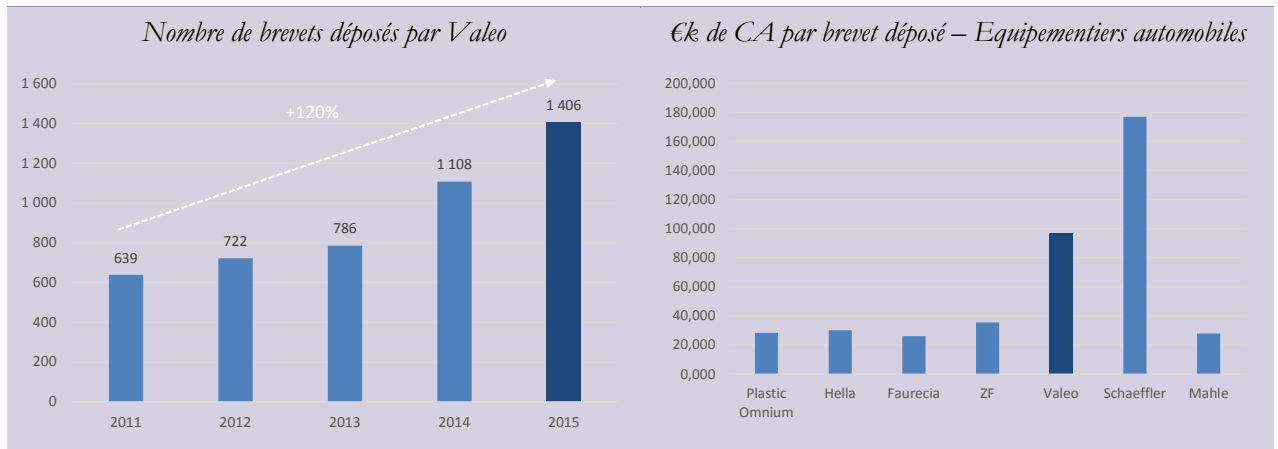
Fig. 10: Valeo, l'un des équipementiers européens les plus axés sur l'innovation



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co est.

Avec un nombre de **dépôts de brevets qui a plus que doublé** en seulement quatre ans (*1 406 en 2015 contre 639 en 2011*) Valeo a tendance à protéger ses innovations de manière plus stricte. Une démarche qui fait sens dans une industrie où **l'innovation permet aux équipementiers de se protéger contre des pressions tarifaires** de la part des constructeurs tout en gardant ces derniers captifs dans un environnement où seule l'innovation permettra d'atteindre les objectifs réglementaires. Ainsi, Valeo figure parmi les équipementiers qui protègent le plus leurs technologies (*selon un panel d'acteurs communiquant assez d'information pour les classer*) avec plus de **1 400** brevets déposés en 2015 et un portefeuille de plus de **37 000** brevets. En 2015, Valeo a déposé près de **100 brevets par milliard d'euro de chiffre d'affaires**, un seuil bien supérieur à la majorité des autres équipementiers du panel qui ne dépassent pas les 40 brevets/€Md de CA.

Fig. 11: Valeo ou la protection de la propriété intellectuelle à tout prix

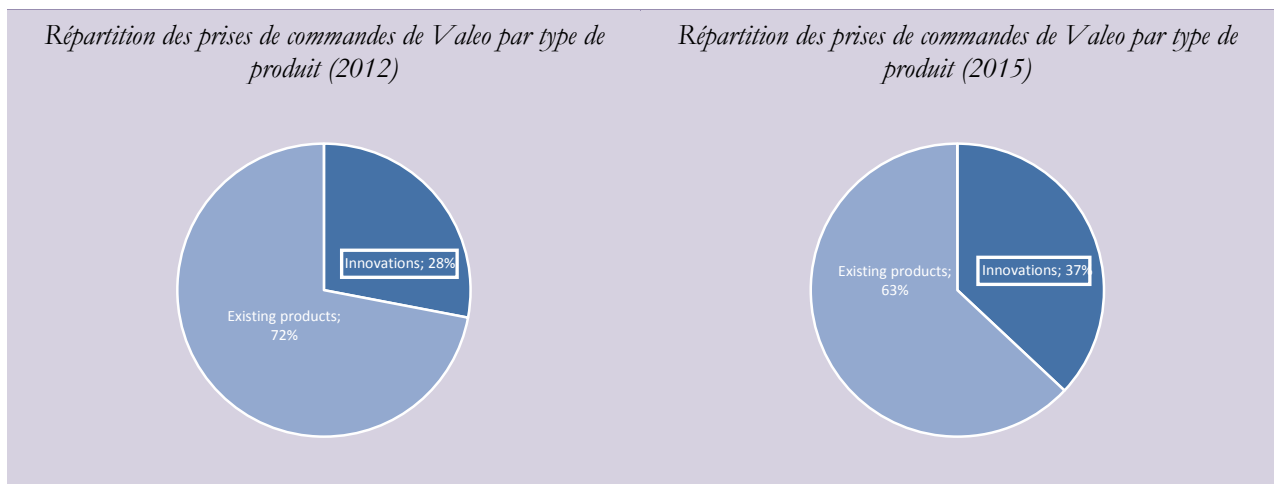


Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Les innovations ont un impact prix positif sur le CA du groupe et sur son «pricing power».

Allouer des ressources à la recherche et industrialiser l'innovation est une chose, mais la **monétiser** auprès des clients en est une autre, d'autant plus qu'elle est primordiale pour Valeo et ses ambitions de croître plus vite que le marché. Dans les faits, on constate qu'historiquement plus d'un quart des prises de commandes faites à Valeo concernent des innovations (*des produits ayant été récemment développés*). Cette part a même tendance à se renforcer, passant de **28%** en 2012 à **37%** en 2015, suivant la tendance haussière du nombre de brevets déposés par le groupe, signe que les **efforts de recherche sont à même d'engager un renouvellement du portefeuille de produits et répondent à un réel besoin des clients**. Il est également important de noter que ces innovations ont un impact prix positif sur le CA du groupe et donc sur son «pricing power».

Fig. 12: Répartition des prises de commandes de Valeo par catégorie de produits



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Outre les efforts directs de R&D, Valeo multiplie également les **actions de promiscuité avec Punivers des start-up** (*private equity, promotion des innovations, programme d'incubation, recherche de partenariats*). En août 2015 le groupe a par exemple investi **€22m** dans **Cathay Capital** (*un fonds d'innovation Sino-Français*) sous la forme d'un partenariat lui attribuant un rôle plus prééminent qu'un simple investisseur de véhicule d'investissement, et donc d'avoir accès aux entreprises ciblées par le fonds. Avec un spectre d'investissement sur les **Etats-Unis, l'Europe et la Chine**, Valeo acquiert ainsi un accès ciblé aux entreprises les plus innovantes et les plus demandeuses de fonds, le but étant implicitement de nouer des partenariats sur le moyen-long terme.

Dans le même état d'esprit, un bureau a été ouvert à **Palo Alto** en **Californie**, situé dans la célèbre **Silicon Valley** qui est également le cœur névralgique de la technologie, afin de rester au plus près des acteurs les plus technologiques comme les géants de l'internet et autres start-ups en croissance. Ce bureau assure en réalité une mission de veille sur les innovations que les entreprises du secteur « *consumer electronics* » peuvent apporter à l'automobile.

Sur le Vieux continent, Valeo a récemment invité pas moins de **40 start-up** à son stand du salon *Viva Technology* afin de promouvoir leurs dernières innovations en matière de conduite autonome et réduction d'émissions aux visiteurs du célèbre salon international de la technologie. Cette action fait d'ailleurs suite au lancement d'un **programme d'incubation** virtuel lancé par Valeo plus tôt cette année et dédié à la recherche de start-ups technologiques avec lesquelles le groupe serait susceptible de pouvoir collaborer dans ses projets de véhicules connectés et autonomes.

Cette méthode d'**accès accéléré et faiblement capitalistique à la technologie** est bien évidemment favorable pour Valeo ainsi que pour les start-ups, qui bénéficient des infrastructures et du réseau du groupe pour industrialiser à grande échelle des savoir-faire ultra-spécifiques. **Cela permettra plus tard à Valeo de surperformer plus facilement la production automobile mondiale.**

6.2.2. Des partenariats très technologiques

Outre les efforts de R&D internes, Valeo entend rester concentré sur le **développement du véhicule connecté et autonome via une approche partenariale et participative** de la recherche et développement. Dans cette optique, le groupe a multiplié les rapprochements stratégiques avec des acteurs technologiques mais également les accords publics et collaboratifs avec notamment des **partenariats d'organisations collaboratives institutionnelles** (avec l'*European Road Transport Research Advisory Council chargé de tracer une feuille de route pour le développement du véhicule autonome en Europe*), des **pôles de compétitivité** (*Institut de recherche technologique system X, Institut pour la transition énergétique*) ou encore à travers des **partenariats académiques** (*encadrement et financement de thèses, projets collaboratifs multipartites ... etc*).

Néanmoins, **les accords privés restent les plus créateurs de valeur et l'un des piliers de la stratégie d'innovation** technologique du groupe depuis 2001 avec les premiers partenariats noués autour de l'assistance à la conduite. Ce thème de l'assistance à la conduite et plus largement de la voiture autonome est depuis resté le cœur de cible des investissements du groupe.

En vue de renforcer son expertise en assistance à la conduite, Valeo a noué deux partenariats avec **Fujitsu Ten** (*équipementier automobile japonais*) et **LeddarTech** (*fabricant de solutions de détection et de télémétrie*) sur des systèmes embarqués de sécurité active et plus particulièrement la **détection d'obstacles** à travers des radars à ondes millimétriques et des capteurs infrarouges. Des procédés permettant au véhicule de détecter rapidement la présence d'obstacles sur la route ainsi que d'autres véhicules quelle que soit les conditions météorologiques, cette technologie inclut également un système de freinage automatique en cas de collision imminente.

La sécurité active n'étant qu'un outil intermédiaire à l'autonomisation de la voiture, Valeo s'engage également dans des rapprochements qui concernent directement la **voiture autonome**. C'est notamment le cas avec **Safran** (*développeur d'applications dédiées à l'aérospatial, défense, sécurité*) et **Mobileye** (*équipementier automobile israélien*) afin de développer des produits portant sur le suivi de vigilance du conducteur, la vision à 360 degrés, la vision dans des conditions météorologiques extrêmes et la robotisation des véhicules. L'alliance avec Safran a permis à Valeo de présenter début 2015 un **prototype fonctionnel d'un véhicule hautement automatisé** appelé « *Drive4U* » et équipé de capteurs tels que des caméras, radars, ultra-sons, et d'un laser scanner. Ces capteurs génèrent en temps réel des données permettant de détecter et caractériser l'environnement de conduite. Parallèlement, la combinaison des compétences de Valeo (*caméras embarquées*) et de Mobileye (*microprocesseurs, algorithmes de vision numérique et scanner laser*) a fait émerger un **prototype de véhicule autonome** présenté fin 2015: le « *Cruise4U* » (*VW Golf SW standard équipée d'un scanner laser Scala de chez Valeo*).

Dans la prolongation de ce partenariat, Valeo a récemment entrepris un voyage de **21 000km** à travers les Etats-Unis pour **son prototype Cruise4U**, soit le plus long parcours en véhicule partiellement automatisé jamais entamé en Amérique du Nord, afin de démontrer la viabilité de son innovation.

Dans une moindre mesure, la thématique de la **voiture connectée** a aussi été l'objet d'un partenariat entre Valeo et **Cap Gemini** avec la création d'un système d'accès et de démarrage permettant au conducteur d'utiliser son smartphone pour verrouiller, déverrouiller et démarrer son véhicule. Cette **clé virtuelle « InBlue »** n'est pour l'instant qu'en phase d'expérimentation pour les flottes d'entreprises et loueurs de voitures courte-durée depuis début 2016.

Valeo semble cependant avoir élargi son spectre de compétences visées par sa stratégie partenariale en annonçant en avril 2016 la création d'une **Joint-Venture avec Siemens** sur le segment des **composants pour véhicules électriques**. La création d'une entreprise détenue à 50/50 devrait être **opérationnelle d'ici la fin de l'année 2016** et composée de **700 personnes** (*200 salariés de Valeo rejoindront les 500 ingénieurs de Siemens travaillant déjà sur le sujet*). Le but étant de proposer une gamme complète de composants et de systèmes de **60 volts** et plus pour équiper des **véhicules hybrides, hybrides rechargeables et 100% électriques** : moteurs électriques, chargeurs embarqués, onduleurs, convertisseurs DC/DC. Valeo apportera son expertise sur les activités d'électronique de puissance haute tension tandis que Siemens contribuera à travers sa division systèmes de propulsion pour véhicules électriques. La JV, dont le chiffre d'affaires est attendu à **'plusieurs centaines de millions d'euros d'ici 2020'** par le management, devra donc faire face à la concurrence de Denso, Continental ou encore Bosch sur un marché qui devrait croître d'environ **20% par an** jusqu'en 2020. Ce partenariat est l'occasion pour Valeo de développer son expertise sur le moteur électrique, un élément manquant pour proposer une offre complète sur le thème de la traction électrique.

Aujourd'hui, s'allier à des experts technologiques permet de **partager les investissements de recherche et développement** ainsi que de créer des **effets de synergies liées aux compétences phares de chaque partie prenante**. De tels avantages ne peuvent être éconduits dans la **course à la voiture sans conducteur** à laquelle se livrent la grande majorité des constructeurs et équipementiers automobiles.

Fig. 13: Exemples de partenariats technologiques

Date	Partner	Type of partnership	Financial metrics	Autonomous car	Connected car	Electric car	Related project/product
Mar-13	Safran	Technological partnership		x			Drive4U
Nov-13	Fujitsu Ten	Technological partnership		x			
Feb-14	LeddarTech	Technological partnership		x			
Mar-15	Mobileye	Technological partnership		x			Cruise4U
Nov-15	Cap Gemini	Technological partnership			x		InBlue
Dec-16	Siemens	Joint-Venture	50/50			x	

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

6.3. De récentes acquisitions très stratégiques

Avec la dernière acquisition en 2011 du japonais **Niles** (*systèmes à commutation*), les récentes annonces de décembre 2015 et du début d'année 2016 confirment une **réelle inflexion dans le rythme des acquisitions** effectuées par Valeo. Comme le management l'a annoncé, le groupe veut désormais prendre part à la consolidation en cours dans le secteur des équipementiers automobiles, en se concentrant essentiellement sur des **acteurs leaders positionnés sur des marchés de niche, porteurs et très technologiques**. L'objectif étant d'élargir son champ de compétences sur des segments d'avenir, ne se limitant pas à la voiture connectée et autonome d'ailleurs, via l'intégration de société qui connaissent des taux de croissance plus soutenus que Valeo.

En fin d'année 2015, Valeo a annoncé l'acquisition de **Peiker**, fournisseur allemand de technologies **de télématique embarquée et de solutions de connectivité mobile**, pour un montant estimé de **€300m** (*5,1x l'EBITDA et 7,7x l'EBIT*), ainsi que l'acquisition de **Spheros**, le leader mondial des **systèmes d'air conditionné pour autobus** pour un montant estimé de **€314m** (*8,4x l'EBITDA et 12,6x l'EBIT*). Puis en juin 2016, Valeo a annoncé prendre le contrôle de **FTE**, une société allemande

Depuis fin 2015, Valeo a investi pour €1,4Md de M&A pour acquérir trois spécialistes allemands

spécialisée dans les embrayages et les transmissions de voitures, pour un montant de **€819m** (10,8x l'EBITDA et 21,6x l'EBIT).

A noter que les acquisitions de **Peiker** et **Spheros** ont déjà été approuvées par les autorités de la concurrence, seul **FTE** reste soumis à l'approbation des autorités de la concurrence européenne et brésilienne.

Fig. 14: Des acquisitions relatives sur la marge du groupe

Integration	Target	Activities	Employees	2015 sales (€m)	EV	EBITDA margin	EV/EBITDA 2015	EV/EBIT 2015
Q2-16	Peiker	Connectivity (telematics)	1 000	325	296	15.0%	10.8x	21.6x
Q2-16	Spheros	Thermal systems (buses)	1 100	250	314	15.0%	8.4x	12.6x
Q1-17	FTE Automotive	Clutch and transmission systems (cars)	3 700	505	819	20.0%	8.2x	11.7x
Average						16.0%	8.1x	14.0x
Valeo - 2015						12.7%	6.5x	11.2x

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

6.3.1. Peiker

Après un accord de coopération technologique signé en février 2015 avec l'équipementier allemand **Peiker** (acteur de la *télématique embarquée et de la connectivité*), Valeo annonce en décembre 2015 l'acquisition de ce même groupe afin d'étendre sa gamme de **solutions de géolocalisation, de connectivité des véhicules aux réseaux mobiles et de cyber sécurité**. Le savoir-faire en matière d'électronique embarqué de Valeo, allié à l'expertise technologique de Peiker, doit permettre au groupe d'offrir aux constructeurs automobiles de nouveaux systèmes télématiques dotés de fonctions de connectivité à haut débit. Une potentielle gamme qui comprend notamment des produits permettant les communications de **véhicule à véhicule (V2V)** et de **véhicule à infrastructure (V2I)**, compatibles avec les futurs services de l'Internet mobile LTE Advanced (4G+).

A travers cette opération, Valeo se hissera comme le **numéro 2 mondial** sur ce segment, derrière l'équipementier **LG**, tout en héritant du portefeuille clients de Peiker essentiellement tourné vers les **constructeurs allemands haut-de-gamme**. L'intégration des équipes de Peiker comprend également une équipe de plus de **150 ingénieurs**, basés en Allemagne, venant étoffer les équipes du groupe. A titre de rappel, la généralisation de la connectivité dans l'habitacle des véhicules devrait supporter le marché des télématiques d'environ **30% par an** (BergInsight, Mordor Intelligence).

Fig. 15: Peiker, un acteur de la connectivité automobile

Système cellulaire - Peiker



Module de connexion - Peiker



Source: Motorlegend; Bryan, Garnier & Co ests.

6.3.2. Spheros

En décembre 2015, deux jours après l'annonce de l'acquisition de Peiker, Valeo rend public son accord de rachat de l'équipementier **Spheros** (*leader dans les systèmes d'air conditionné pour autobus*) auprès d'un fonds de private equity Deutsche Beteiligungs. Valeo entend ainsi étendre ses compétences en **systèmes thermiques pour autobus** (*dont le marché est attendu en croissance d'au moins 5% par an pour les prochaines années, porté par le développement des transports en commun et dans un processus d'urbanisation accélérée*) tout en **transposant ces compétences sur d'autres types de véhicules plus légers** comme les voitures particulières et véhicules utilitaires légers.

Les **synergies liées à cette opération concernent à la fois les processus industriels et l'implantation géographique**. Spheros achète de nombreux composants pour réaliser ses systèmes thermiques, or Valeo en produit lui-même un grand nombre pour ses propres systèmes destinés aux voitures. De surcroît, Spheros a développé des positions stratégiques solides sur tous les grands marchés géographiques mondiaux, hormis la Chine où Valeo est bien implanté et capable d'y valoriser les compétences de Spheros.

Fig. 16: Spheros, un acteur dans les systèmes thermiques pour autobus

Module thermique « Thermo S » de Spheros



Module d'air conditionné - Spheros



Source: Spheros; Bryan, Garnier & Co ests.

6.3.3. FTE

L'équipementier automobile allemand **FTE** (*spécialisé dans la production d'actionneurs pour systèmes d'embrayages et de transmissions*) détenu par le fonds de private equity **Bain Capital** est la dernière cible en date de Valeo. Son rachat acté par la signature d'un accord avec le fonds Bain Capital en juin 2016 devrait garnir l'offre de Valeo avec des **actionneurs** et en particuliers des systèmes d'actionneurs hydrauliques actifs. Ce segment se révèle de plus en plus stratégique, porté par l'essor des **transmissions à double embrayage et des véhicules hybrides** en réponse à la tendance actuelle qui vise une réduction des émissions de CO₂.

Au-delà de la complémentarité de sa base clients par rapport à Valeo, FTE devrait contribuer à **renforcer l'activité de remplacement de Valeo** qui reste une activité généralement bien plus rentable (*10% de marge d'EBIT en moyenne*) que la première monte.

L'équipementier FTE réalise en effet **un tiers** de son activité sur la seconde monte et plus de **30%** hors d'Europe, parfaitement en phase avec la forte internationalisation de Valeo engagée depuis quelques années. L'opération reste sujette à l'approbation des autorités de la concurrence mais devrait être **finalisée au cours du T4 2016 ou T1 2017**. Avec des marges générées par FTE plus élevées que Valeo, son intégration devrait avoir un effet relatif immédiat. **Dans notre modèle FTE est consolidé dans les comptes de Valeo à partir du 1^{er} janvier 2017.**

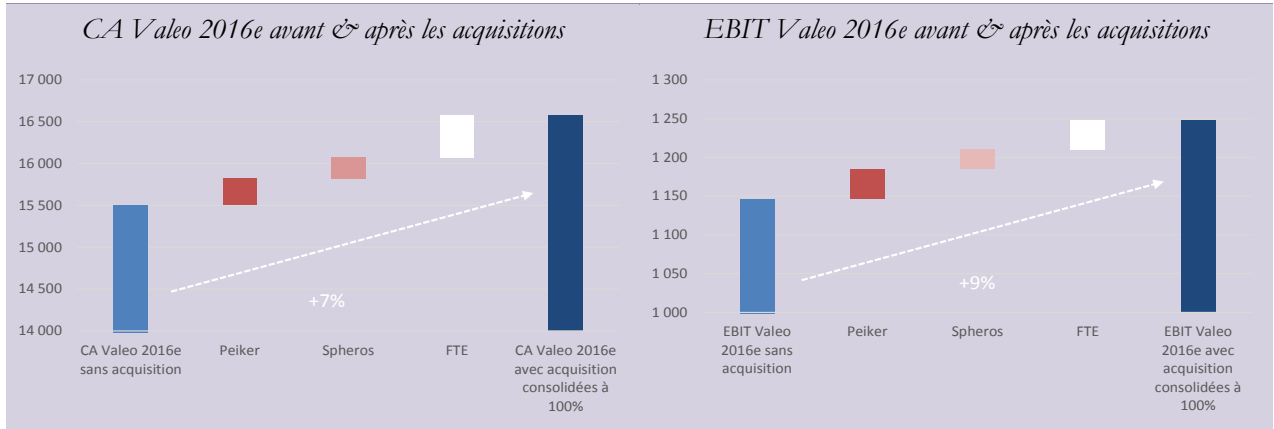
6.3.4. Des acquisitions relatives dès la première année

Concernant ces trois acquisitions il est important de noter que:

- Elles sont **toutes relatives sur le BPA du groupe** dès la première année d'intégration
- Elles sont **relatives sur les marges d'EBITDA et d'EBIT** du groupe (*+15bp sur la marge opérationnelle du groupe, post-intégration, sans prendre en compte les potentielles synergies/gains de coûts*).
- Elles permettent toutes d'accéder soit à un **nouveau marché** soit à **une nouvelle clientèle** (*marché des autobus pour Spberos, marché de la transmission pour véhicule hybride avec FTE, et enfin marché de la connectivité avec les constructeurs allemands avec Peiker*).
- Ces intégrations viennent accroître le profil de croissance et de rentabilité du groupe, **mais ne sont pas intégrées dans les objectifs 2020 du groupe**, objectifs dévoilés en 2015 (*voir section 7 page 23*). D'après nous le groupe devra réajuster ces objectifs courant 2017 afin de réintégrer ces acquisitions et afin de guider au mieux le marché, étant donné que ces trois acquisitions augmentent le CA 2016e du groupe de **7%** (*consolidé à 100% en 2016*) et le résultat opérationnel du groupe de **quasiment 9%**.

Le groupe devra réajuster ces objectifs courant 2017 afin de réintégrer ces acquisitions et afin de guider au mieux les investisseurs.

Fig. 17: Des acquisitions structurantes pour le groupe

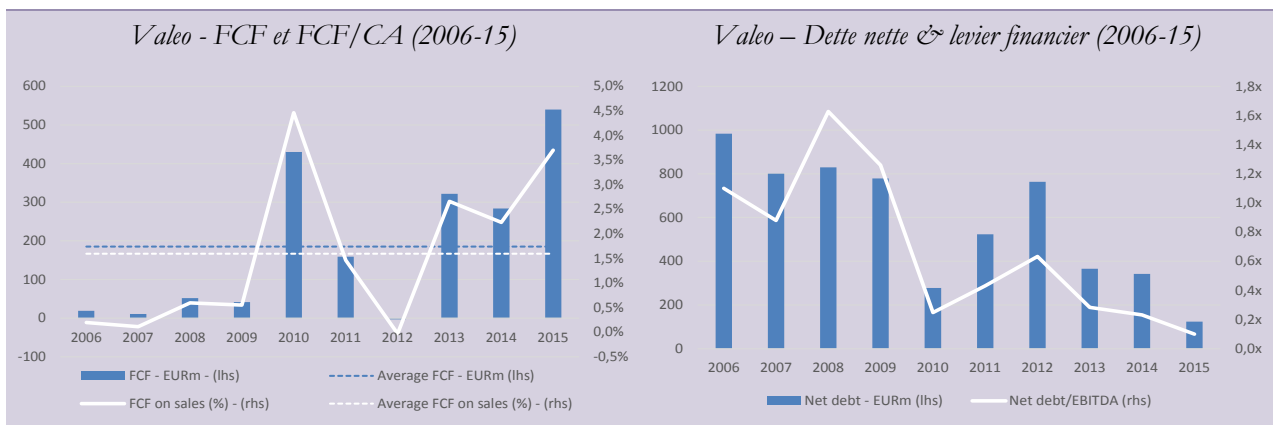


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

6.3.5. D'autres à venir ?

Grâce à une forte génération de cash et un faible niveau d'endettement, même après les acquisitions de **Peiker**, **Spheros** et **FTE**, Valeo dispose d'une flexibilité financière conséquente, lui permettant ainsi de continuer sa stratégie opportuniste de croissance externe. Le groupe a toujours eu pour ambition, depuis l'arrivée de M. Aschenbroich à la tête du groupe en 2009, d'acquérir **une et deux entreprises par an** afin d'accroître ses compétences sur un marché existant ou au contraire afin de rentrer sur un nouveau marché. Depuis 2009, en sus de ses trois récentes acquisitions, Valeo a acheté l'équipementier **Niles** pour un montant de **€313m**, lui permettant ainsi de devenir le leader mondial sur le marché des contrôles intérieurs. **Avec seulement quatre opérations signées en 6-7 ans le groupe est donc en retard sur ses ambitions de croissance externe.** En prenant nos estimations 2017 ainsi qu'un levier financier **dette nette/EBITDA moyen de 0,7x (2008-16)** nous estimons que le groupe est encore capable de dépenser au minimum **€660m**. Cette enveloppe pourrait cependant facilement monter à **>€2,5Md** si on prend comme levier financier **1,6x**, le niveau maximum que le groupe a atteint pendant la crise 2008-09 qui a affecté le secteur. A noter que sur un montant brut de dettes financières à long terme et à court terme de **€2,4Md**, seulement **€123m** (*emprunts syndiqués et emprunts Banque Européenne d'Investissement*) sont soumis à l'engagement de Valeo de maintenir le ratio d'endettement financier dette nette/EBITDA inférieur à **3,25x**, très loin du **0,1x** affiché par le groupe fin 2015 et du **0,7x** estimé post acquisition en 2016 (*impact négatif sur le cash de l'achat de FTE fin 2016, avec une pleine consolidation prévue en 2017*).

Fig. 18: Valeo, un bon exemple de « cash-cow » dans le secteur



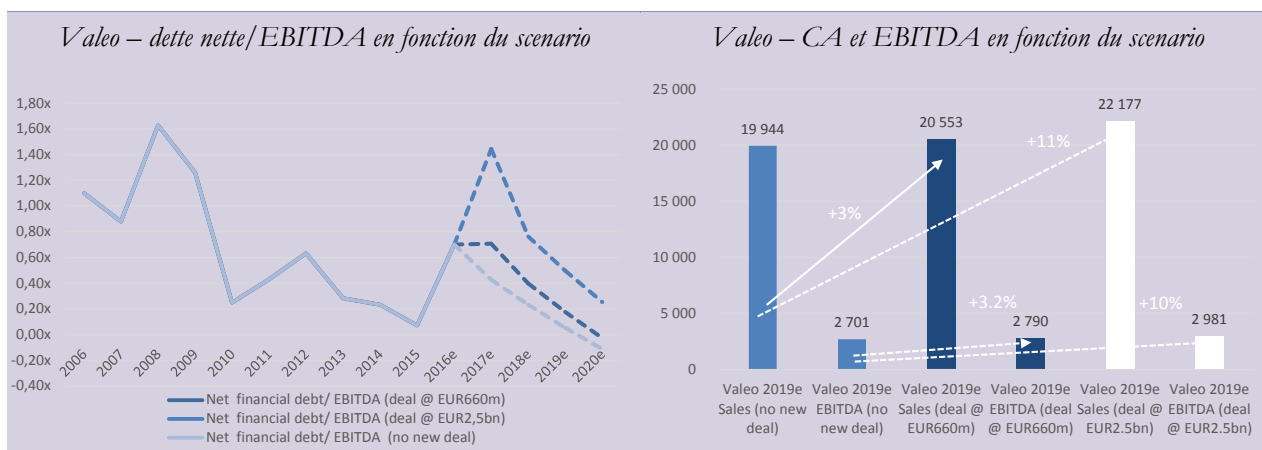
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons un impact de €1/action et de €4/action sur notre FV si Valeo annonce une nouvelle acquisition pour des montants respectifs de €660m et €2,5Md.

La forte génération de cash du groupe, liée à une amélioration de sa marge opérationnelle et à un contrôle strict des investissements, devrait permettre à Valeo de financer sa croissance externe sans avoir recours au marché actions. En investissant **€660m** en 2017 en sus des **€1,4Md** dépensés pour acquérir **Peiker, Spheros et FTE**, nous estimons que levier financier de Valeo retomberait à son niveau de 2013-14-15 (*0,25x en moyenne*) en 2019 (*2 ans après la consolidation de la nouvelle cible*) tandis qu'il retomberait à ce niveau en 2020 (*3 ans après*) si le groupe investit **€2,5Md**. Tandis que la première acquisition lui permettrait de se renforcer dans un marché de niche (*acquisition de type Peiker ou Spheros*) et permettrait au groupe de largement dépasser son objectif 2020 de **€20Md** de chiffre d'affaires dès 2019; la seconde lui permettrait de prendre le contrôle d'un concurrent plus petit ou de rentrer dans le capital d'un acteur très technologique (*par forcément très exposé au secteur automobile*) ainsi que d'atteindre plus de **€22Md** de CA en 2019. **Nous estimons un impact de €1/action et de €4/action sur notre FV si Valeo annonce une nouvelle acquisition pour des montants respectifs de €660m et €2,5Md.**

La dernière émission obligataire de Valeo, réalisée en mars 2016 dans le cadre du programme de financement à moyen et long terme **Euro Medium Term Note** (*€600m à échéance 2026, assorti d'un coupon fixe de 1.625%*), nous permet de penser que le groupe n'aura pas de difficultés particulières à trouver du financement pour de nouvelles acquisitions.

Fig. 19: Un levier financier flexible pour accroître significativement la taille du groupe



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

7. Des objectifs financiers ambitieux, et déjà intégrés par le consensus

Lors de sa journée «investisseurs» organisée le **16 mars 2015** à Londres, l'équipe dirigeante de Valeo a dévoilé des objectifs commerciaux et financiers à moyen-long terme, objectifs que nous jugeons **légèrement ambitieux** notamment au vue de la conjoncture actuelle sur le secteur automobile.

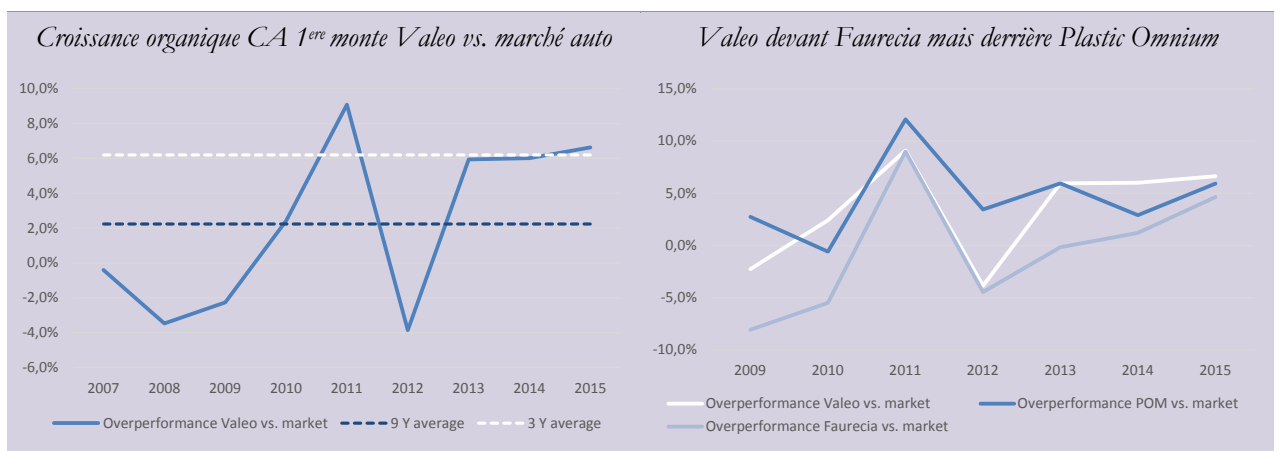
Fort d'un «*track-record*» très positif par le passé, le degré de crédibilité du groupe nous paraît important, cependant étant donné qu'une part non négligeable de la croissance du chiffre d'affaires du groupe sur les quatre prochaines années est tirée par la **production automobile mondiale** nous estimons qu'un risque d'ajustement à la baisse est envisageable. Il est cependant important de noter que les objectifs 2020 annoncés par le groupe en 2015 **ne prennent pas en compte de croissance externe**, complexifiant l'analyse comparative entre les attentes du marché sur ce plan et ce que le groupe va publier post consolidation de **Peiker, Spheros et FTE**.

7.1. Des objectifs financiers ambitieux ?

7.1.1. Des hypothèses « marché » trop optimistes ?

Basée sur les hypothèses LMC (*consultant automobile*) de l'époque, qui prévoyaient un TCAM de **3%** entre 2014 et 2020 pour la production automobile mondiale, grâce notamment à une croissance annuelle de **5%** de la production en Chine, et de **4,5%** en Amérique du Sud, Valeo ambitionne de générer en 2020 un chiffre d'affaires sur la première monte de **€17,4Md** contre **€10,4Md** reflétant un TCAM sur les ventes de **8%**, et donc impliquant une surperformance annuelle de la part de Valeo par rapport au marché automobile de **5pp**. Pour rappel depuis 2009, la surperformance annuelle du groupe par rapport au marché a été en moyenne **supérieure à 2%** (*croissance organique du CA première monte comparée à l'évolution en volume de la production automobile mondiale*). Sur les 3 dernières années, cette surperformance est d'ailleurs proche de **6%**, expliquant la guidance de **5 points indiquée par le groupe**.

Fig. 20: Un groupe qui historiquement surperforme le marché, mais pas de 5pp



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Grâce à ses produits technologiques et innovants mais également grâce à son important carnet de commandes venant de la Chine (27% du carnet de commandes du groupe contre seulement 14% du chiffre d'affaires) Valeo ambitionne de croître de plus de **16%** par an en Asie soit plus de **9,5pp** de plus que le marché sur la même période. Le groupe ambitionne également de surperformer de **9pp** par an la croissance du marché américain, marché que nous jugeons comme la Chine à risque à moyen terme (point haut aux Etats Unis en 2015 et ralentissement du marché automobile chinois courant 2015).

Il est important de noter que sur les trois dernières années, la surperformance de Valeo à principalement était tirée par l'**Europe** et par l'**Asie** alors que les attentes de surperformance du groupe portent principalement sur les marchés américains et asiatiques.

Fig. 21: Valeo ambitionne de surperformer le marché de 5pp par an d'ici 2020

	2014	2015	2020	2015-20	TCAM 2015-20	2014-20	TCAM 2014-20	LCM 2014-20	Valeo vs. market
Europe & Africa	5 445	6 125	6 887	12,4%	2,4%	26,5%	4,0%	3,10%	0,89%
North America	2 178	2 826	3 951	39,8%	6,9%	81,4%	10,4%	0,90%	9,53%
Asia-Oceania	2 940	3 385	6 175	82,4%	12,8%	110,0%	13,2%	3,50%	9,67%
South America	327	264	386	46,3%	7,9%	18,2%	2,8%	4,50%	-1,67%
Total	10 890	12 600	17 400	38,1%	6,7%	59,8%	8,1%	3,00%	5,12%

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Bien que le groupe ait confirmé ses estimations de croissance moyen terme durant ses publications T1 et S2-16, nos modèles **Faurecia, Hella, Plastic Omnium, et Valeo** intègrent une hausse de la production automobile mondiale de **2,4%** pour 2016 (en ligne avec les attentes de marché de Valeo) et une hausse en moyenne de **1,7%** par an d'ici 2020, soit en dessous des attentes de l'équipementier (attentes basées sur les estimations LMC).

Cet écart de **1,3pp** par an sur les quatre prochaines années implique une évolution plus faible de nos estimations Valeo sur la période 2015-20 comparée aux objectifs du groupe. En excluant les trois acquisitions annoncées par le groupe en début d'année (*Peiker, Spheros et FTE*), et donc non intégrées dans l'objectif de CA de **€20Md**, notre modèle Valeo nous donne un CA de **€20,04Md** tout juste, grâce principalement à l'avance prise par le marché et par Valeo en 2015 et 2016 par rapport au plan 2014-20. Pour rappel la production a augmenté de **2%** en 2015, production que Valeo a sur-performé de **6 points**, et les attentes actuelles pour 2016 sont de **2,4%** pour le marché, et de **8 points** de surperformance pour Valeo.

Nous estimons que la guidance du groupe sur le CA 2020 pourrait être à risque si 1/la production automobile sur la période 2017-20 croît de **0,7%** contre **3%** anticipé par Valeo et **1,7%** dans notre modèle actuellement, ou 2/ si la surperformance du groupe par rapport au marché sur la période 2017-20 n'est que de **3,7%** contre **5%** attendu par le groupe. Etant donné la très bonne performance du groupe sur les trois dernières années, nous pensons que le deuxième scénario de sous performance est moins crédible, cependant, au regard des attentes du groupe par rapport à l'évolution de la production automobile mondiale, nous continuons de penser qu'un risque d'ajustement à la baisse des prévisions de marché est possible.

Ainsi, au regard de nos différents calculs, nous pensons que la guidance du groupe sur son CA 2020 devrait être respectée, notamment grâce à l'avance prise sur 2015 et 2016, mais seulement de justesse. **Cette guidance nous paraît donc ambitieuse, mais réalisable.**

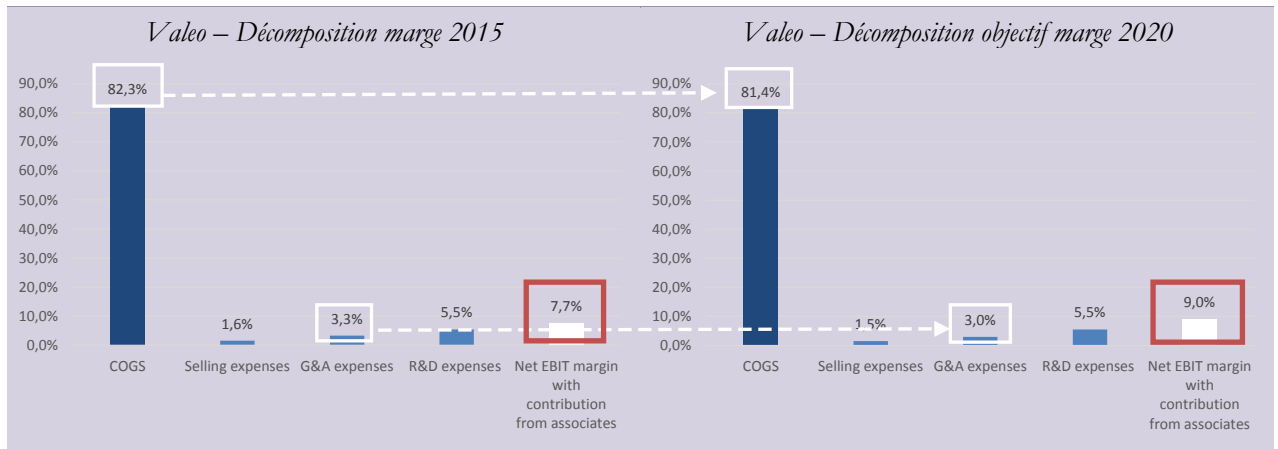
7.1.2. Un objectif de marge jamais atteint auparavant

Valeo ambitionne également d'atteindre une marge opérationnelle (*incluant les contributions des JVs et des associés*) de **8%** d'ici 2017 et de **8 à 9%** d'ici 2020 contre **7,2%** en 2014 et **7,7%** en 2015, impliquant un gain de **4,3pp** par rapport à la marge opérationnelle moyenne du groupe entre 2007-15. Atteindre **9%** serait donc un record et un challenge pour le groupe, nécessitant en interne la mise en place de nouvelles méthodes de travail afin d'optimiser la base de coûts fixes des actifs industriels mais également afin de réduire les dépenses administratives. **Pour rappel cet objectif annoncé en 2015 est un objectif à périmètre constant et exclu de facto tout impact sur les marges venant d'acquisitions relatives.** Le groupe a également indiqué des objectifs 2020 de marges d'EBITDA par activité et ambitionne de générer sa plus forte amélioration de rentabilité dans le segment d'assistance à la conduite (+3pb).

Pour atteindre cet objectif le groupe dispose de plusieurs leviers, au-delà de **l'amélioration du levier opérationnel** qui consiste à absorber au mieux les coûts fixes du groupe:

- **L'amélioration du mix produit**, avec une croissance **10 à 12 fois plus rapide** des produits innovants par rapport aux produits traditionnels du groupe, générant des marges brutes plus élevées, au profit du levier opérationnel.
- **Une baisse des dépenses administratives** en dessous de **3%** du CA contre **3,3%** en 2015 et **3,5%** en 2014 grâce notamment à une intensification de la stratégie de digitalisation en interne et grâce à un alignement des méthodes de travail vers un benchmark interne.
- **Le contrôle des dépenses en R&D**: Valeo a pour objectif de dédier une part importante de ses dépenses en R&D à ses produits innovants au détriment des produits plus traditionnels et à moins forte valeur ajoutée, tout en optimisant au niveau du compte de résultat la part en % des dépenses non capitalisées. Le groupe ambitionne de maintenir un ratio de dépenses nettes en R&D sur CA à **5,5%** d'ici 2020 en ligne avec 2015 et 2014.
- **L'optimisation des investissements industriels** à travers la mise en place de plus de processus de standardisation au niveau des outils industriels, et plus de synergies entre les sites de production existants, notamment dans les zones à forte croissance. Le groupe ambitionne de maintenir le ratio d'investissements sur CA **entre 4,5% et 5%** contre **4,9%** en 2015 et en 2014.
- **L'amélioration de la rentabilité nette des JVs et des entreprises associées**: Le groupe prenant dans son calcul de rentabilité opérationnelle le résultat net des JVs et autres sociétés associées (*sans prendre leurs CA dans le CA du groupe*) toute amélioration consécutive des résultats nets ou de la rentabilité nette d'**Ichikoh**, de **Detroit Thermal Systems** ou encore des **coentreprises chinoises** aura un impact direct sur la rentabilité de Valeo. Fin 2015, sur la marge de **7,7%** annoncée par le groupe, ces entreprises représentaient à elles seules, **40pb**.

Fig. 22: Plus de marge grâce à un meilleur contrôle des G&A et des coûts fixes



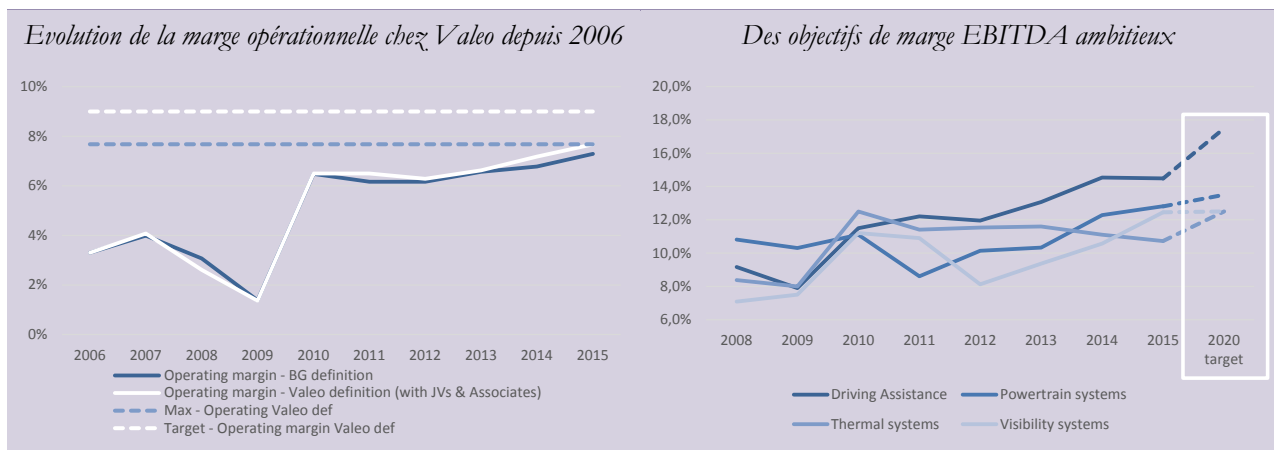
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans un secteur où les équipementiers génèrent désormais des marges plus importantes que les constructeurs (8,6% de marge opérationnelle en moyenne pour les équipementiers contre 6,6% pour les constructeurs), et où les meilleurs équipementiers génèrent entre **11 et 13% de marge**, nous estimons l'objectif de Valeo de faire passer sa marge de **7-7,5% à 8-9% crédible**. Cependant nous estimons que cette optimisation des différentes bases de coûts et cette plus forte absorption des coûts fixes restent en partie dépendantes des bonnes conditions du secteur. Or actuellement, notre vision sur le secteur est plutôt prudente étant donné que nous modélisons un ralentissement de la production automobile mondiale sur 2017 et sur les années suivantes.

Ainsi pour 2020, nous modélisons seulement une marge opérationnelle de **8,6%** (définition Valeo sans intégrer les récentes acquisitions de Peiker, Spheros et FTE qui ont un impact relatif sur la rentabilité du groupe) en dessous du haut de fourchette de l'objectif du groupe, **en ligne avec les attentes du marché**.

Cet objectif semble ainsi atteignable mais pas entièrement, et surtout nous semble déjà assimilé et valorisé par le marché.

Fig. 23: Vers une marge opérationnelle de 9% et une marge EBITDA de 14% au niveau groupe



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

8. Nos estimations

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

Nos estimations intègrent également une surperformance moyenne de **5pp** par an de la part de Valeo par rapport au marché, et intègrent également une consolidation de **FTE** au **1^{er} janvier 2017**.

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	9 632	10 868	11 759	12 110	12 725	14 544	15 996	17 602	18 716
Change (%)		12,8%	8,2%	3,0%	5,1%	14,3%	10,0%	10,0%	6,3%
Adjusted EBITDA	1 146	1 212	1 260	1 356	1 526	1 847	2 036	2 341	2 504
EBIT	617	704	725	795	862	1 060	1 225	1 402	1 520
Change (%)		14,1%	3,0%	9,7%	8,4%	23,0%	15,5%	14,5%	8,4%
Financial results	(99)	(106)	(133)	(147)	(137)	(119)	(111)	(106)	(103)
Pre-Tax profits	490	600	553	588	722	880	1 126	1 308	1 431
Exceptional	(27)	0	(53)	(67)	(54)	(117)	(48)	(53)	(56)
Tax	(104)	(148)	(146)	(119)	(129)	(106)	(225)	(262)	(286)
Profits from associates	(1)	2	14	7	51	56	60	65	70
Minority interests	(19)	(24)	(25)	(30)	(31)	(45)	(47)	(50)	(52)
Net profit	365	427	380	439	562	729	853	997	1 092
Restated net profit	365	427	380	439	562	729	853	997	1 092
Change (%)		17,0%	-11,0%	15,5%	28,0%	29,7%	17,0%	16,8%	9,6%

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 25: Valeo – Tableau de flux - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	906	842	869	1 236	1 242	1 659	1 660	1 845	2 046
Change in working capital	31	(29)	(49)	232	40	111	71	10	64
Capex, net	(476)	(683)	(872)	(914)	(958)	(1 119)	(1 184)	(1 303)	(1 385)
Financial investments, net	0	(269)	(19)	(5)	(104)	(8)	0	0	0
Dividends	0	(110)	(124)	(129)	(144)	(201)	(1 429)	(256)	(299)
Other	22	201	162	(164)	(25)	26	24	25	26
Net debt	278	523	763	366	342	124	1 288	977	589
Free Cash flow	430	159	(3)	322	284	540	476	542	661

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 26: Valeo – Bilan - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	1 655	1 956	2 075	2 181	2 497	2 744	4 321	4 435	4 583
Intangibles assets	544	641	736	850	1 012	2 141	2 411	2 657	2 901
Cash & equivalents	1 316	1 295	1 334	1 510	1 497	1 725	561	872	1 260
current assets	3 622	4 110	4 428	4 342	4 551	5 324	4 473	5 262	5 925
Other assets	303	560	347	159	462	(494)	658	406	67
Total assets	7 440	8 562	8 920	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
L & ST Debt	1 679	1 876	2 077	1 876	1 839	1 745	1 745	1 745	1 745
Others liabilities	3 991	4 606	4 648	4 633	5 231	6 003	6 405	6 914	7 267
Shareholders' funds	1 708	1 936	2 052	2 380	2 740	3 473	4 031	4 707	5 431
Total Liabilities	7 440	8 562	8 920	9 042	10 019	11 440	12 424	13 633	14 736
Capital employed	2 968	3 522	4 146	3 872	3 872	4 313	4 717	6 549	7 039

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 27: Valeo – Ratios - %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	6,4%	6,5%	6,2%	6,6%	6,8%	7,3%	7,7%	8,0%	8,1%
Tax rate	21,2%	24,7%	26,4%	20,2%	17,9%	12,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Net margin	3,8%	3,9%	3,2%	3,6%	4,4%	5,0%	5,3%	5,7%	5,8%
ROE (after tax)	21,4%	22,1%	18,5%	18,4%	20,5%	21,0%	21,2%	21,2%	20,1%
ROCE (after tax)	23,4%	22,9%	17,8%	20,7%	21,2%	23,7%	19,6%	20,8%	21,3%
Gearing	16%	25%	34%	14%	12%	1%	28%	18%	8%
Pay-out ratio	24,7%	24,6%	29,7%	29,1%	30,4%	32,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Number of shares, diluted	75	75	75	75	78	78	239	239	239

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 28: Valeo - Données par action - €

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	1,62	1,89	1,68	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
Restated EPS	1,62	1,89	1,68	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
% change		17,0%	-11,1%	15,6%	23,8%	29,0%	16,4%	16,8%	9,6%
EPS bef. GDW	1,62	1,89	1,68	1,95	2,41	3,11	3,62	4,23	4,64
BVPS	7,57	8,59	9,09	10,55	11,75	14,81	16,89	19,73	22,76
Operating cash flows	12,0	11,2	11,5	16,4	16,0	21,2	7,0	7,7	8,6
FCF	1,9	0,7	0,0	1,4	1,2	2,3	2,0	2,3	2,8
Net dividend	0,40	0,47	0,50	0,57	0,73	1,00	1,09	1,27	1,39

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 29: Valeo - Valorisation - €m

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Market capitalization	2 180	2 927	2 728	4 138	7 293	10 373	11 716	11 716	11 716
Net debt	278	523	763	366	342	124	1 288	977	589
Pensions	651	776	916	791	1 059	1 001	1 001	1 001	1 001
Minorities	266	336	350	420	434	630	662	695	729
Financial assets	(14)	28	196	98	714	784	846	910	979
EV	3 389	4 534	4 561	5 617	8 414	11 344	13 821	13 479	13 057
EV/Sales	35%	42%	39%	46%	66%	78%	86%	77%	70%
EV/EBITDA	2,96x	3,74x	3,62x	4,14x	5,51x	6,14x	6,79x	5,76x	5,22x
EV/EBIT	5,7x	6,4x	6,8x	7,7x	10,4x	12,0x	11,7x	10,0x	8,9x
P/E	6,0x	6,9x	7,2x	9,4x	13,0x	14,2x	13,7x	11,8x	10,7x
Dividend Yield (%)	4,1%	3,6%	4,1%	3,1%	2,3%	2,3%	2,2%	2,6%	2,8%

Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

9. Valorisation

Comme pour **Faurecia**, **Hella** et **Plastic Omnium**, nous valorisons **Valeo** à travers deux types de méthodes: **1/**par utilisation de **multiples historiques**, et **2/**par **DCF**. Au total la combinaison des différentes méthodes (*trois FV venant de la valorisation par multiple et une FV venant du DCF; avec une pondération de 25% pour chacun des méthodes*) implique une **FV de €49** par action pour Valeo, ce qui implique **-1,5%** de potentiel par rapport au dernier cours (€49,7).

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

Nous initions donc la couverture sur Valeo à Neutre bien que nous apprécions la stratégie du groupe, son positionnement produit et ses efforts pour accroître ses compétences sur les marchés du véhicule connecté et autonome.

La très bonne performance du titre depuis janvier 2007 (*la valeur a été multipliée par 4 alors que l'indice SXAP n'a été multiplié que par 1.6*) a d'ailleurs permis à Valeo **d'intégrer le CAC 40 le 23 juin 2014**. Depuis cette date le titre a d'ailleurs surperformé l'indice français de plus de **50pp** (*+52% pour Valeo contre +1,5% pour le CAC 40*).

Fig. 30: Valeo – FV @ €49

Valeo - FV sum-up	Multiples	FV
EV/Sales (2016-25) – 25%	85%	€45,6
EV/EBIT (2016-25) – 25%	10,0x	€45,2
P/E (2016-25) – 25%	14,0x	€50,7
DCF model (2016-25) – 25%		€53,1
o/w WACC	8,8%	
o/w LTG	2,8%	
o/w Average EBIT margin	7,8%	
o/w LT EBIT margin	8,0%	
Implied FV		€49,0
Current price		€49,7
Upside		-1,5%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

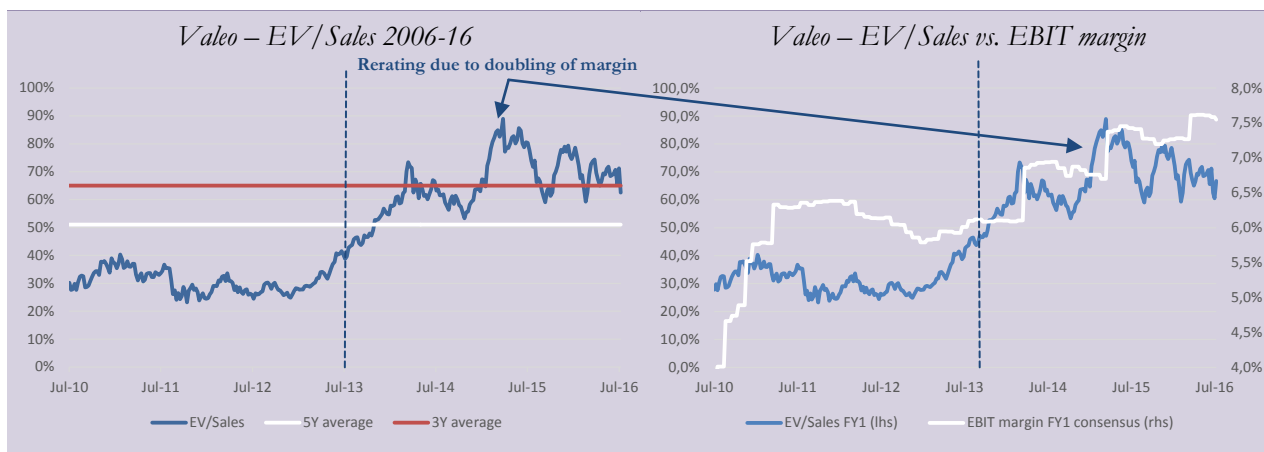
9.1. Valorisation par les multiples

Nous utilisons les multiples **EV/CA**, **EV/EBIT** et **P/E** historiques du groupe afin de valoriser **Valeo**. Nos trois FV sont calculées sur la période 2016-2025 (*discounté du WACC chaque année*) et impliquent respectivement **€45,6**, **€45,2** et **€50,7** de FV. Nos valorisations sont basées sur les multiples historiques **2013-16** du groupe afin de prendre en compte la revalorisation du titre, liée à l'amélioration de la marge opérationnelle (*doublément de la marge en % sur la période*). De plus nous revalorisons légèrement le multiple historique EV/CA du groupe afin de prendre en compte une nouvelle amélioration de rentabilité d'ici 2020. Les seuls quatre équipementiers automobiles générant une marge opérationnelle **proche de 9%** sont **Plastic Omnium, JCI, Denso et Koito** et sont valorisés actuellement par le marché avec des multiples **EV/CA FY1 de 90%-100%** et **EV/EBIT FY1 de 10,3x** en moyenne. Nous gardons respectivement **85%** et **10,5x** comme hypothèse pour Valeo étant donné que la marge de **9%** ne sera pas atteinte avant 2020.

Ainsi nous utilisons les multiples suivants:

- **Multiple EV/CA** de **85%** contre une moyenne historique « 3 ans » de **65%** et une moyenne historique « 2 ans » de **75%**.
- **Multiple EV/EBIT** de **10,5x** contre une moyenne historique « 3 ans » de **9,4x**.
- **Un multiple P/E** de **14,0x** en ligne avec la moyenne historique « 3 ans » et les comparables.

Fig. 31: On observe un rerating sur la valeur depuis juillet 2013



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 32: On observe un rerating sur la valeur depuis juillet 2013



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

9.2. Valorisation par DCF

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

- un WACC à 8,8%
- un taux de croissance à l'infini de 2,8%, impliquant une légère surperformance de Valeo par rapport au marché automobile (+1,5%)
- Une marge d'EBIT (avec restructurations et sans les JVs) moyenne de 7,8% et une marge à l'infini de 8,0%, marges qui sous la définition Valeo correspondent respectivement à 8,8% et 9%.

Fig. 33: Valeo – Estimations DCF - €m

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Perpetuity
Revenues - Core business	15 996	17 602	18 716	19 944	21 298	21 999	22 728	23 486	24 275	25 095	25 798
Revenue Growth Rate	-	10,0%	6,3%	6,6%	6,8%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	2,8%
Operating Margin	7,4%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,0%
EBIT (excluding JVs & Associates, with restr. Charges)	1 177	1 349	1 464	1 589	1 726	1 801	1 878	1 959	2 042	2 128	2 064
Adjustment for provisions	18	21	14	16	18	9	9	10	10	11	14
(-) Taxes on EBIT	(235)	(270)	(293)	(318)	(345)	(360)	(376)	(392)	(408)	(426)	(413)
(+/-) Movements in working capital	71	10	64	70	77	40	42	44	45	47	51
(+) Depreciation and amortization	812	939	984	1 052	1 111	1 211	1 314	1 429	1 470	1 609	1 909
(-) Capital Expenditures	(752)	(827)	(880)	(937)	(1 001)	(1 034)	(1 068)	(1 104)	(1 141)	(1 179)	(1 212)
(-) Intangibles	(432)	(475)	(505)	(538)	(575)	(594)	(614)	(634)	(655)	(678)	(697)
Free Cash Flow	658	746	848	933	1 011	1 073	1 186	1 311	1 362	1 512	
Present Value of Free Cash Flow	639	664	693	700	695	677	687	696	663	675	

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 34: Valeo – DCF @ €53

Valuation	
PV of Free Cash Flows	6 865
PV of Terminal Value	8 214
EV implied - EURm	15 078
- Net financial debt (N-1) - EURm	124
- Pensions Liabilities (N-1) - EURm	1 001
- Minority Interest value - EURm	630
+ Financial assets - EURm	784
- Cash/debt spent for acquisitions (Spheros, FTE) not included in our 2015 debt	1 429
Value of Equity	12 678
Value of Equity per share	€53,1
Price	€49,7
Upside/Downside	6,8%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous initions donc la couverture sur Valeo à Neutre bien que nous apprécions la stratégie du groupe, son positionnement produit et ses efforts pour accroître ses compétences sur les marchés du véhicule connecté et autonome.

10. Valeo – SWOT

Fig. 35: Valeo – analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Un des équipementiers européens les plus technologiques (<i>ADAS, voiture autonome, systèmes thermiques</i>) • Forte exposition au marché asiatique (<i>27% du CA</i>) • De récentes acquisitions très technologiques et relatives • Bon positionnement concurrentiel sur les systèmes de transmission et thermiques (<i>n°2 mondial</i>) et sur le sous marché des systèmes d'aide à la conduite (<i>n°1 mondial</i>) • Multiplication des partenariats stratégiques en R&D sur la voiture connectée et autonome (<i>Safran, Mobileye</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • Une structure de coûts alourdie par le développement et la protection quasi-systématique des innovations • Une marge déjà à son plus haut historique limitant le potentiel d'amélioration • Une trop faible exposition aux constructeurs chinois (<i>20% des ventes du groupe en Chine</i>).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Flexibilité financière laissant une marge de manœuvre pour de futures acquisitions • Nouveaux partenariats avec des sociétés technologiques présentes sur le marché du véhicule autonome 	<ul style="list-style-type: none"> • Un ralentissement du marché automobile mondial impacterait directement >85% du CA de Valeo • Des objectifs ambitieux (<i>8-9% de marge opérationnelle d'ici 2020 vs. 7,7% en 2015</i>) dépendant en partie de l'évolution du marché automobile • Confirmation du ralentissement du marché chinois en cas d'arrêt des incitations gouvernementales • Allongement des délais réglementaires quant à la mise en circulation des véhicules autonomes

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

11. Valeo en bref

11.1. Un peu d'histoire

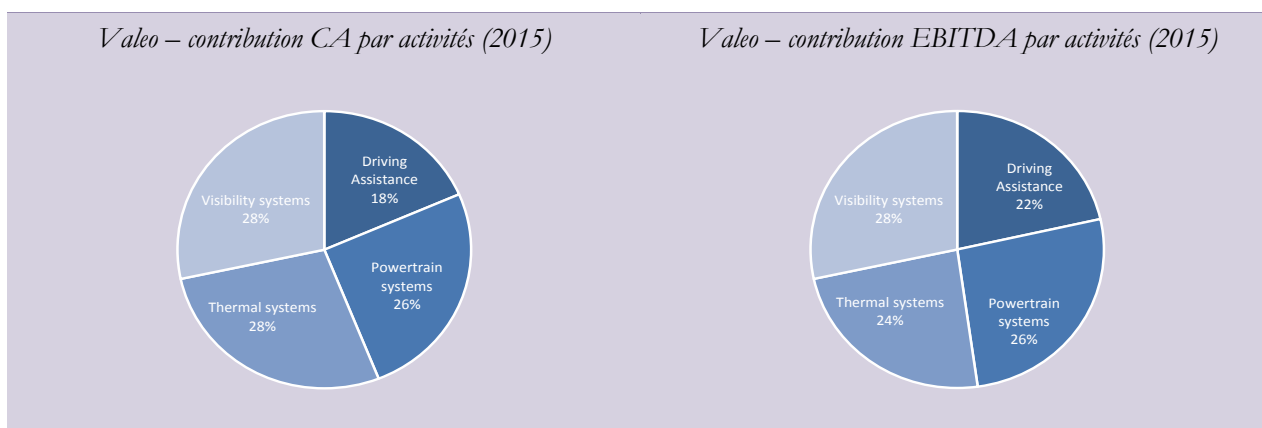
Plus ancien équipementier automobile français parmi le cercle fermé des quelques entreprises cotées en bourse (*Faurecia, Plastic Omnium, MGI Coutier, Plastivaloire, Valeo*), le groupe **Valeo** tient son origine en **1923** avec la création par Eugène Buisson de la **SAFF** (*Société Anonyme française du Ferodo*), distributeur et agent exclusif en France des produits de friction de la société anglaise **Ferodo**. Grâce à plusieurs acquisitions (*La Plastose, Flertex, achats de brevets auprès de ZF Sachs, BorgWarner et Daimler Motor Company, Hersot*) et à une diversification de son offre produit, le groupe renommé **Valeo** en **1980** (« *je vais bien* » en latin, ce nom étant à l'époque celui de la filiale italienne du groupe Ferodo) continue son expansion et atteint la dimension d'une entreprise internationale parmi les plus importantes du secteur de l'équipement automobile.

Avec un chiffre d'affaires de **€14.5Md** fin 2015 dont **87%** est réalisé directement sur le marché de la première monte avec les constructeurs automobiles (*le reste étant vendu sur le marché de l'après-vente*) Valeo est aujourd'hui à la **11^e place** dans le classement mondial des équipementiers automobiles derrière **Faurecia** (*7^e place*) mais devant **Plastic Omnium** (*40^e place*). Après avoir réorienté ses activités autour de produits innovants et à plus forte valeur ajoutée en cédant notamment ses **activités de câblage** au groupe allemand **Léoni** en **2007** (*CA de €545m et EBITDA de €36m vendu pour une EV de €255m*) et ses activités **Sécurité Habitacle** (VSS) au Japonais **U-Shin** en 2013, le groupe est devenu l'un des leaders mondiaux sur le marché des contrôles intérieurs grâce à l'acquisition de l'équipementier japonais **Niles**.

11.2. Un groupe présent sur quatre métiers

Présent sur le marché de la **première monte** (*87% du CA 2015*) mais également sur le marché du **remplacement** (*10% du CA 2015*), Valeo est spécialisé autour de **quatre métiers** phares sur le marché automobile: **1/l'assistance à la conduite**, véritable segment de croissance lié notamment au développement de la voiture autonome et de la voiture connectée; **2/la propulsion**, qui regroupe le développement et la conception des boîtes de vitesse et autres composants nécessaire à la propulsion du véhicule; **3/la visibilité**, activité qui développe phares et essuies glaces, et enfin **4/les systèmes thermiques** (*climatisation, chauffage...*). Les quatre métiers sont bien équilibrés au sein du groupe, tant en termes de contribution au chiffre d'affaire, qu'en termes de contribution à la marge opérationnelle.

Fig. 36: Un portefeuille produit plutôt bien équilibré



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

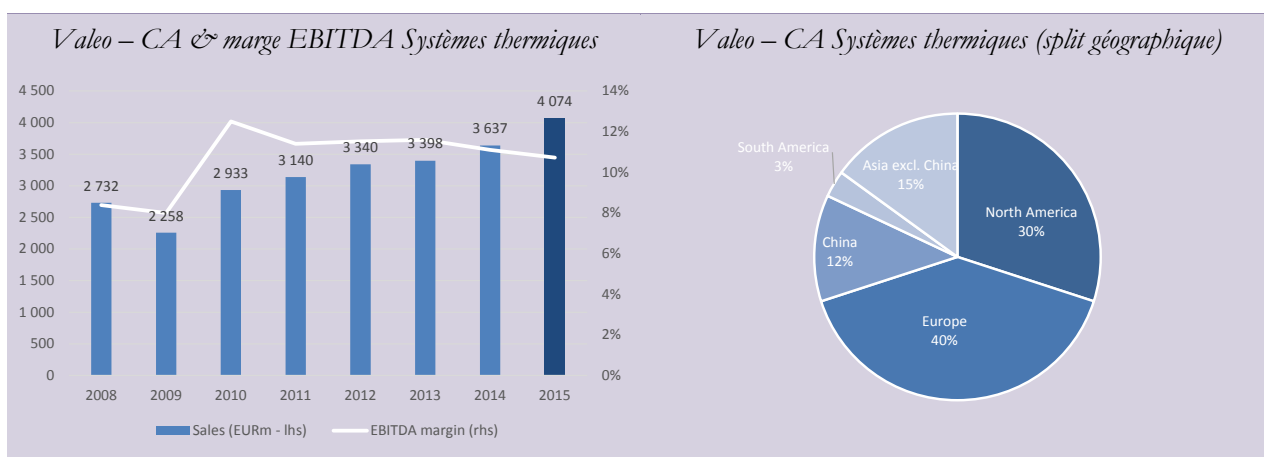
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

11.2.1. Le pôle « Systèmes Thermiques » – 28% du CA – 24% EBITDA

Le pôle **Systèmes Thermiques** chez Valeo développe et fabrique des systèmes, des modules et des composants assurant la gestion de l'énergie thermique du groupe motopropulseur ainsi que le confort dans l'habitacle, durant toutes les phases d'utilisation du véhicule et pour tous les types de motorisation. **Valeo est numéro deux** sur ce marché derrière **Denso** mais devant **Malhle** et **Hanon System** avec un chiffre d'affaires de plus de **€4Md**.

Sous divisé en **quatre groupes de produits** (*systèmes thermiques habitacles, systèmes thermiques du groupe motopropulseur, systèmes thermiques compresseur, systèmes thermiques face-avant*) ce pôle développe des systèmes de chauffage et de climatisation, des systèmes nécessaires à la gestion optimale de l'énergie thermique de la motorisation (*groupe moto-ventilateur placé en face-avant du véhicule, de vannes de distribution et de pompes, régulateur thermique*), des compresseurs et des modules faces avant. Sur ce marché l'innovation porte principalement sur des technologies visant la réduction des émissions de polluants et de CO₂, l'électrification des groupes motopropulseurs (*voitures électriques et voitures hybrides*) et visant l'amélioration du triptyque « confort, santé et bien-être à bord ».

Fig. 37: CA et marge EBITDA – Valeo – Systèmes thermiques (€m)



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Le développement de ce pôle se fera principalement en **Asie**, et plus précisément dans les domaines de **la réduction des émissions de CO₂** et de **l'électrification de la propulsion**. Le groupe a pour objectif d'accroître sa base de sites industriels dans le monde (+6 en 2016-17) et ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€5Md** et une **marge EBITDA de 12,5%** contre respectivement **€4Md** et **10,7%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **4,6%** sur ses ventes et un gain annuel de **36pb** sur sa marge EBITDA.

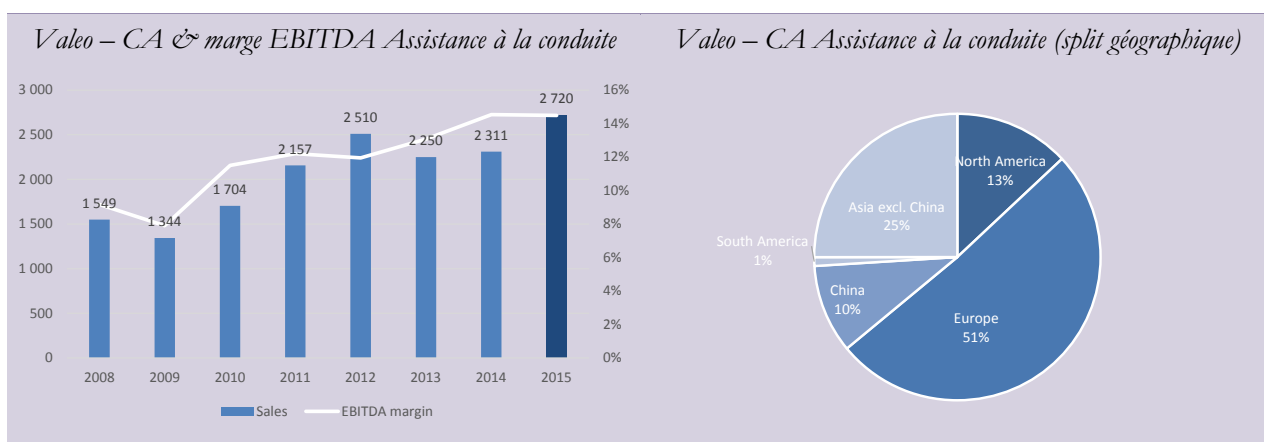
Sur un marché qui devrait croître de **3-4% par an** grâce notamment au 1/durcissement des réglementations des émissions (CO₂ et NO_x), 2/ à l'électrification des motorisations et 3/l'accroissement du confort, nous estimons que Valeo devrait continuer à gagner des parts de marché (*comme en 2014 et en 2015*) grâce à la signature de nouveaux contrats avec des constructeurs asiatiques notamment. **Il est important de noter que ce pôle est celui dans lequel le groupe investit le moins en % de CA groupe et en % de CA du pôle, d'où une marge EBITDA et un ROCE inférieur à la moyenne du groupe.**

11.2.2. Le pôle «Assistance à la conduite»– 18% du CA – 22% EBITDA

Ce segment est aujourd’hui celui qui contribue le moins en termes de CA pour le groupe (18%) mais qui génère la plus forte profitabilité (marge EBITDA de 14,5% contre 12,7% pour le groupe) grâce notamment à une forte utilisation des capacités de production afin de faire face à une forte demande sur ce marché, et grâce au **pricing power** du groupe sur ces produits innovants. **Valeo est numéro un** sur le sous marché des **systèmes d’aide à la conduite** devant **Bosch** et **Continental** et est **numéro deux** sur le sous segment des **systèmes de contrôles intérieurs**. En 2015 le groupe a étendu sa gamme de solutions de géolocalisation et de connectivité des véhicules aux réseaux mobiles grâce à l’acquisition du groupe allemand **Peiker** (CA de €350m) et a signé trois partenariats, un avec **Capgemini** dans le domaine de la mobilité intelligente, un avec **Safran** (reconnaissance faciale, caméra de navigation...) et un avec **Mobileye**, le leader mondial des systèmes d’assistance à la conduite à base de caméras frontales.

L’expertise du groupe sur ce marché est très forte, et explique le fort niveau de profitabilité par rapport aux autres segments. Ce pôle s’organise autour de trois sous segments, **l’aide à la conduite** (ultrasons, radars, caméras, aide au parking, fonction d’alerte sortie de voie...), **l’électronique d’habitacle** (systèmes d’accès et démarrage mains libres, télécommandes, capteurs...) et **les contrôles d’intérieurs** (interface homme-machine, écrans tactiles, commandes intelligentes au volant, afficheurs tête haute, modules haut de colonne...)

Fig. 38: CA et marge EBITDA – Valeo – Assistance à la conduite (€m)



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment Valeo a pour objectif d’avoir un CA en 2020 de plus de **€4,1Md** et une **marge EBITDA de 17,5%** contre respectivement **€2,7Md** et **14,5%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **8,5%** sur ses ventes et un gain annuel de **60pb** sur sa marge EBITDA. Ce segment est celui dans lequel le groupe investit le plus (32% des dépenses nettes alors que le segment représente 18% du CA et 22% de l’EBITDA) car le besoin en développement et en innovation est le plus important. Les signatures de partenariats avec des sociétés technologiques vont dans ce sens et démontre clairement que le marché automobile est un marché qui sera de plus en plus connecté.

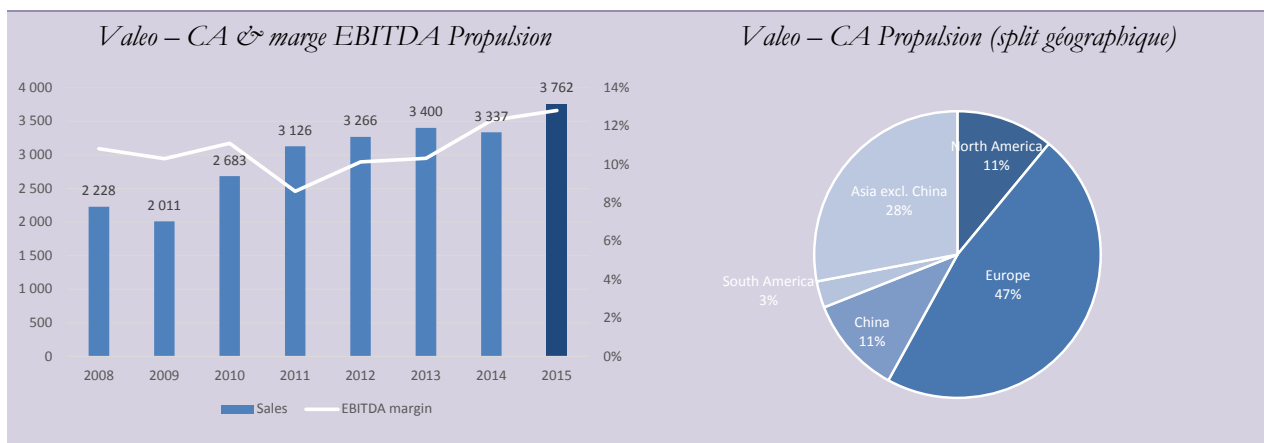
Nous estimons donc que la future croissance du groupe dans les pays matures se fera principalement à travers ce segment, du fait notamment de l’évolution progressive du marché actuel vers le marché du véhicule autonome.

11.2.3. Le pôle «Systèmes de propulsion»– 26% du CA – 26% EBITDA

A travers son pôle **Systèmes de Propulsion**, Valeo développe des solutions de propulsion visant à réduire la consommation de carburant, les émissions de CO₂ et les polluants en optimisant notamment les moteurs à combustion. Avec un chiffre d'affaires de **€3,8Md Valeo est numéro deux** sur le sous marché des systèmes de transmission derrière **Luk**, et est leader sur le marché des systèmes électriques devant **Denso** et **Bosch**.

Egalement sous divisé en **quatre groupes de produits** (*systèmes électriques, systèmes de transmission, systèmes de moteurs à combustion et électronique*) ce pôle propose des systèmes électriques qui gèrent les fonctions clés du véhicules (*alternateurs, démarreurs, systèmes de récupération d'énergie au freinage, moteurs électriques, modules de transmission hybrides*), des systèmes de transmission (*systèmes d'embrayage, double embrayage*), des systèmes de moteurs à combustion (*actionneurs mécaniques, compresseur de suralimentation électrique et capteurs pour la gestion de la boucle d'air des moteurs thermiques*) et conçoit également des électroniques de puissance (*onduleurs, convertisseurs de tension, électronique de commande, Stop-Start system*).

Fig. 39: CA et marge EBITDA – Valeo – Propulsion (€m)



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment le groupe a de fortes ambitions de croissance grâce notamment à son positionnement sur des marchés très demandeurs en efficacité énergétique en niveau de la motorisation et de la transmission. La réduction de la cylindrée des moteurs et le développement de petits moteurs turbocompressés à injection directe afin de respecter les normes de plus en plus contraignantes sur les émissions de polluants, combinée à l'expansion de l'automatisation des boîtes de vitesses devraient permettre à Valeo de continuer à se développer fortement sur ce segment.

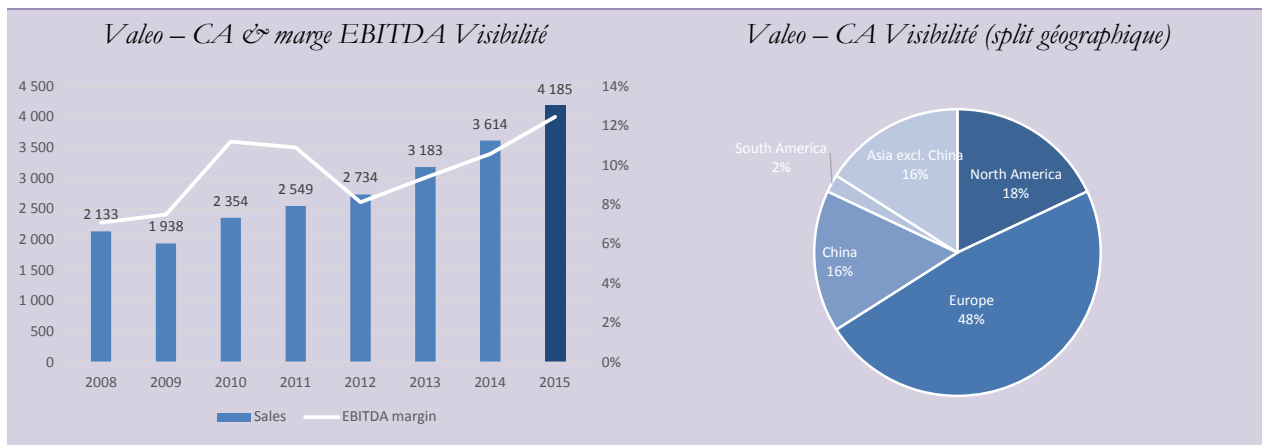
Le groupe ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€6Md** et une **marge EBITDA de 13,5%** sur ce segment, contre respectivement **€3,7Md** et **12,8%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **10,5%** sur ses ventes et un gain annuel de **14pb** sur sa marge EBITDA. Le groupe estime que le marché ne devrait croître que de **6-7%** par an sur la même période.

11.2.4. Le pôle «Systèmes de visibilité»– 28% du CA – 28% EBITDA

A travers cette activité, Valeo conçoit et produit des systèmes dédiés à l'éclairage et à la visibilité des véhicules de jour comme de nuit et dans les différentes activités à bord du véhicule. Avec un chiffre d'affaires de **€4,2Md Valeo est numéro un** sur le sous marché **des systèmes d'essuyage** devant Bosch et Denso et **est numéro deux** avec son partenaire japonais **Ichikoh** sur le **marché des systèmes d'éclairage** après **Koito** et devant **Magneti Marelli**.

Sur le marché des systèmes d'éclairage, Valeo est présent sur les segments économiques et les segments premiums et conçoit des éclairages pour la sécurité (*projecteurs LED, systèmes de signalisation*) mais également pour le design et pour l'ambiance dans l'habitacle (*éclairage d'ambiance, pilotables et ajustables d'un geste de la main*). Dans ce domaine le groupe est également présent sur le marché de l'essuyage (*systèmes de lavage des capteurs optiques, systèmes d'essuyage électrifiés, bras et balais et modules d'essuyage*), marché à plus faible valeur ajoutée mais qui devrait bénéficier du développement des véhicules autonomes/automatisés (*nécessité de plus forte visibilité qu'un véhicule traditionnel*).

Fig. 40: CA et marge EBITDA – Valéo – Visibilité (€m)



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur ce segment qui a été le plus important contributeur en termes de croissance depuis 2008 (+96% contre une moyenne de 51% pour le groupe) mais qui a longtemps souffert d'une plus faible profitabilité du fait d'une moindre valeur ajoutée des produits, Valeo devrait bénéficier de l'appétit grandissant dans tous les segments de marché (*milieu de gamme et haut de gamme*) pour la technologie LED (*premiumisation du marché*) mais également de l'augmentation du parc automobile dans les pays émergents (*plus de besoins en éclairage et en systèmes d'essuyage*) et du développement des véhicules automatisés et autonomes. L'augmentation du marché devrait donc se faire à travers une **hausse de la demande mondiale en volumes (principalement en Chine), d'une premiumisation de la demande, et d'une hausse du nombre de produits par véhicules.**

Sur ce segment le groupe ambitionne d'avoir un CA en 2020 de plus de **€5,7Md** et une **marge EBITDA de 12,5%** sur ce segment, contre respectivement **€4,2Md** et **12,4%** en 2015, ce qui implique un TCAM de **6,4%** sur ses ventes et quasiment aucun gain sur sa marge EBITDA. La maturité du marché en Europe devrait limiter la croissance du groupe sur ce segment.

11.2.5. Exemples de produits Valeo

Fig. 41: Exemples de produits Valeo – Aide à la conduite

Facade intelligente



Module télématique



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 42: Exemples de produits Valeo – Visibilité

Aquablade



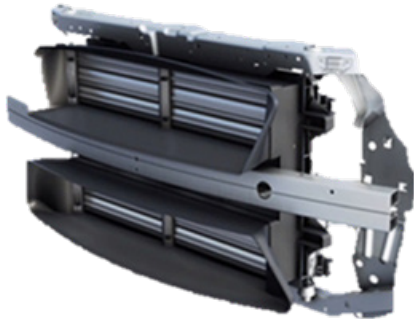
Feux arrière LED



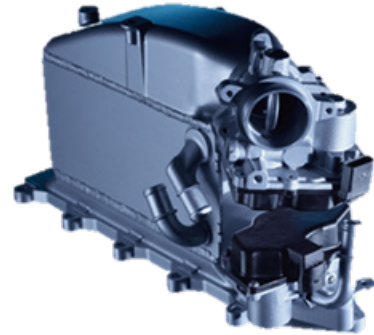
Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 43: Exemples de produits Valeo – Systèmes thermiques

Volets pilotés de face-avant



Module d'admission de l'air



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 44: Exemples de produits Valeo – Systèmes de propulsion

Compresseur de suralimentation électrique



Onduleur/ chargeur



Source: Valeo; Bryan, Garnier & Co ests.

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements 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)	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.